

## Stabilność

Apator to producent mierników energii, wodomierzy, ciepłomierzy, gazomierzy, aparatury łączeniowej i systemów automatyzacji dla energetyki.

Siłą Apatora jest jego stabilność i niewielkie uzależnienie od bieżącej koniunktury gospodarczej – to może być cenne – obserwujemy powolne osłabienie koniunktury w przemyśle.

Największe problemy to standaryzacja (i w związku z tym spadające marże) mierników we wszystkich segmentach oraz duże uzależnienie od szybko rosnących kosztów pracy (ponad 27 proc. kosztów ogółem spółki).

Wydaje się, że popyt w największej linii biznesowej Apatora (segment Energia Elektryczna) jest mniejszy niż wydawało się na początku roku. Duże koncerny energetyczne inwestują ostrożnie i segment liczników energii może się skurczyć r/r. To z kolei powinno być tylko częściowo skompensowane poprawą rentowności w spółkach zależnych – Rector i Elkomtech (bez zmian).

Nieco lepiej wygląda sytuacja w segmencie Woda i Ciepło. Pomimo obaw, zmiana zarządu i reorganizacja spółki przynosi raczej pozytywne efekty. Oczekujemy lekkiej poprawy wyników w tym segmencie.

Segment Gaz powinien wygenerować podobny wynik r/r.

Spółka planuje dość spore nakłady inwestycyjne w najbliższych latach (część to kapitalizowane nakłady na badania i rozwój). Oczekujemy dość stabilnych wyników i dywidend w najbliższych latach.

Podtrzymujemy rekomendację Trzymaj dla Apatora, obniżając cenę docelową z 28,5 PLN do 25 PLN.

mln PLN	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	895	829	876	903	925
EBITDA	102	135	144	148	152
EBIT	63	93	101	100	101
Zysk netto	43	69	76	75	76
P/E	22,0	10,6	9,3	9,5	9,4
P/BV	2,3	1,7	1,6	1,5	1,4
EV/EBITDA	9,9	6,9	6,4	6,2	6,0
EPS	1,46	2,35	2,60	2,56	2,58
DPS	1,20	1,40	1,50	1,55	1,60
FCF	-	-	42	49	55
CAPEX	-50	-53	-77	-73	-73

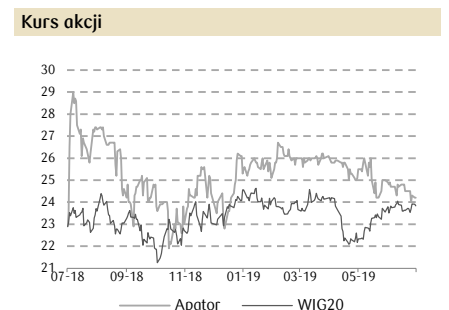
P - Prognozy DM PKO BP

Informacje	
Kurs akcji (PLN)	24,20
Upside	3%
Liczba akcji (mn)	29,27
Kapitalizacja (mln PLN)	708,26
Free float	77%
Free float (mln PLN)	545
Free float (mln USD)	144
EV (mln PLN)	929,33
Dług netto (mln PLN)	128,10

Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	5,8%
Odcięcie dywidendy	21/12/2017

Akcjonariusze	% Akcji
Apator (own shares)	11,60
Aviva OFE	7,84
Mariusz Lewicki	6,60
Tadeusz Sosgornik	5,74

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Trzymaj	18-04-19 28,50
Trzymaj	13-04-18 23,50



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	1,5%	-3,2%
3 miesiące	-1,0%	-6,9%
6 miesięcy	-0,7%	-7,3%
12 miesięcy	7,3%	6,1%
Min 52 tyg. PLN		21,90
Max 52 tyg. PLN		29,00
Średni dzienny obrót mln PLN		0,21

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	

## ARGUMENTY INWESTYCYJNE

## Segmenty biznesowe

mln PLN		2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Energia Elektryczna	Przychody	348	386	380	395	405	415
	Zysk na sprzedaży	7	45	44	42	43	44
Gaz	Przychody	272	184	229	235	245	255
	Zysk na sprzedaży	22	13	14	15	15	16
Woda i Ciepło	Przychody	263	258	267	273	275	283
	Zysk na sprzedaży	48	45	46	46	46	47
Inne	Koszty ogólne	-6	-4	-4	-4	-5	-5
Suma	Przychody	883	828	876	903	925	953
	Zysk na sprzedaży	70	100	100	99	100	102

Źródło: Szacunki DM PKO BP

Segment **Energia Elektryczna** w 2019 roku może odczuć niższą sprzedaż liczników elektrycznych i aparatury łączeniowej. Wydaje się, że koncerny energetyczne ostrożniej podchodzą do wydatków, być może jest związane z niepewnością dotyczącą cen energii i systemu rekompensat. Z drugiej strony wydaje się, że wysiłki restrukturyzacyjne w 2018 roku w spółce zależnej Elkotech (systemy sterowania sieciami energetycznymi) i Rector (rozwiązana IT dla sektora energetycznego) – były skuteczne. Oczekujemy poprawy wyników w tych 2 spółkach o kilka mln PLN. W kolejnych okresach oczekujemy w miarę stabilnych wyników – presja na marże na standardowych produktach kompensowana wprowadzaniem nowych produktów.

Segment **Gaz** w 2019 to z jednej strony spadek wolumenów w UK a z drugiej wzrost wolumenów na rynku holenderskim (oczekiwany w 2 poł. 2019). Oczekujemy presji na marże i stabilnych wyników pomimo wzrostu sprzedaży. W dłuższym terminie spodziewamy się powolnej poprawy związanej z wprowadzaniem produktów Smart.

Na początku roku byliśmy sceptyczni co do perspektyw segmentu **Woda i Ciepło** w 2019. Wydaje się jednak, że zmiana zarządu i reorganizacja spółki ma szansę wyjść na dobre Powogazowi. Oczekujemy lekkiej poprawy wyników. W dłuższym terminie – presja na marże na podstawowych konwencjonalnych miernikach kompensowana wprowadzaniem nowych produktów. Być może perspektywiczne będą liczniki ultrasoniczne, ale na razie nie widać konkretnych efektów długotrwałych nakładów na B+R.

## Nakłady na B+R

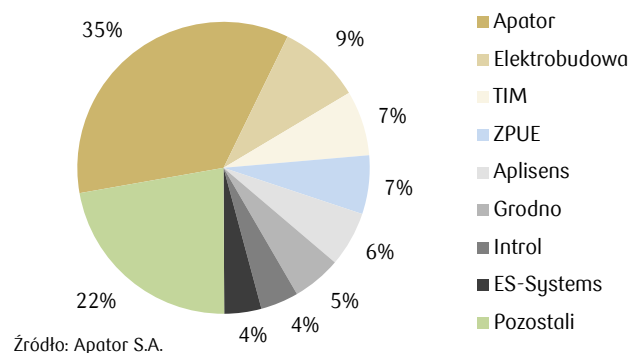
Aparator planuje dość wysokie nakłady inwestycyjne w wysokości około 70-75mln w kolejnych latach, czyli prawie 30mln PLN powyżej amortyzacji. Należy zwrócić uwagę, że już około 20mln PLN to kapitalizowane koszty badań i rozwoju. Zakładamy, że taki (dosyć wysoki) poziom nakładów będzie utrzymany i pozwoli wprowadzać nowe rozwiązania i skompensować spadające marże na standardowych produktach. Według naszych prognoz, taki poziom nakładów powinien zostawić około 45mln PLN wolnych przepływów pieniężnych w spółce rocznie. Oczekujemy kontynuacji polityki dywidendowej i stopy dywidend na poziomie nieco powyżej 6 proc. rocznie.

## OPIS DZIAŁALNOŚCI

Grupa Apator to dynamiczna grupa kapitałowa, składająca się z kilkunastu spółek krajowych, jak i zagranicznych, skupiających swoją działalność w obrębie przemysłu elektromaszynowego. Działalność Grupy koncentruje się na produkcji i sprzedaży przyrządów pomiarowych, aparatury kontrolno-pomiarowej, rozdzielczej i sterowniczej, systemów informatycznych klasy SCADA oraz współpracujących z nimi urządzeń telemechaniki, zabezpieczeń oraz innych urządzeń sieciowych dla systemów rozproszonych, zapewniających możliwość zdalnego sterowania i nadzoru sieci elektroenergetycznej w pełnym zakresie napięć oraz urządzeń odczytujących i transmitujących dane.

Grupa Apator przez lata skutecznie wypracowywała pozycję lidera w Europie Środkowo-Wschodniej w obszarze aparatury łączeniowej oraz pomiarowej, a także systemów IT. Ponadto w oparciu o swoje wieloletnie doświadczenia firma wykreowała autorskie rozwiązania w zakresie odczytu i rozliczania mediów użytkowych, które są gwarantem najwyższej jakości wyrobów, cieszących się uznaniem wśród klientów. Firma ta jest obecnie największym podmiotem notowanym na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w branży elektrotechnika.

### Największy podmiot na GPW w branży elektrotechnika



## HISTORIA GRUPY

Początki spółki sięgają 1897 roku, w którym to berliński naukowiec i przemysłowiec Hermann Aron założył w Świdnicy filię berlińskiego zakładu pod nazwą H. Aron Elektrizitätszähler-Fabrik GmbH., kładąc tym samym podwaliny pod powstanie Grupy Apator. W 1925 roku z Wodociągów miasta Poznania wyłoniono grupę pracowników będących załóżkiem załogi Warsztatów Wodomierzowych, które dziś są znane pod nazwą Apator Powogaz.

W roku 1949 roku w Toruniu na mocy zarządzenia Ministra Przemysłu i Handlu roku założono Pomorskie Zakłady Wytwórcze Aparatury Niskiego Napięcia, które rozpoczęły produkcję aparatury łącznikowej, rozdzielnic i urządzeń dla energetyki i górnictwa (dziś Apator S.A.). Rok wcześniej w Tczewie powstaje Pomorska Fabryka Gazomierzy, która później przekształci się w Apator Metrix. W 1957 roku po raz pierwszy pojawia się zarówno nazwa Apator, jak charakterystyczny znak graficzny będący symbolem firmy przez następne kilkadziesiąt lat.

W latach 60. XX w. przedsiębiorstwo wytwarzało stacje transformatorowe i urządzenia rozdzielczo-sterownicze, przeznaczone na eksport do ZSRR. Od lat 70. Apator produkował tyrystorowe zespoły napędowe. W tym okresie rozwinął on również sprzedaż eksportową m.in. do takich krajów jak: Meksyk, Hiszpania, Niemcy, Turcja czy Indie. W latach 80. XX w. spółka produkowała aparaturę dla

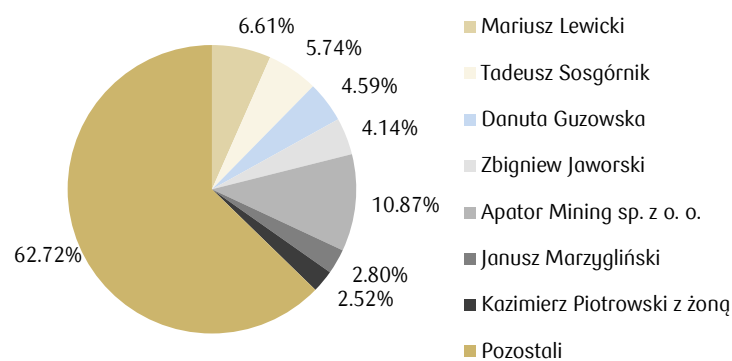
górnictwa węgla kamiennego, przeznaczoną zarówno na rynek krajowy, jak i na eksport do Czechosłowacji, Rumunii i ZSRR

W grudniu 1992 roku Apator został przekształcony z przedsiębiorstwa państwowego w spółkę akcyjną, a dotychczasowi pracownicy zostali jej akcjonariuszami. Przedsiębiorstwo pracowało początkowo na bazie majątku oddanego mu przez skarb państwa do odpłatnego korzystania, które nabyło na własność w 1996 roku. W 1994 roku powstała spółka cywilna pod nazwą Przedsiębiorstwo Techniczno-Handlowe Rector (dziś Apator Rector), które miało zajmować się tworzeniem systemów informatycznych.

24 kwietnia 1997 Apator Spółka Akcyjna debiutuje na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Rok później powstaje Apator Elektro – spółka odpowiedzialna za dystrybucję wyrobów grupy kapitałowej na rynku rosyjskim. W 2008 roku z kolei powstaje firma Apator GmbH, rozprowadzająca produkty Apatora na rynku niemieckim. W 2012 roku Grupa Apator w Pomorskiej Specjalnej Strefie Ekonomicznej buduje nowoczesne Centrum Produkcyjno – Rozwojowe.

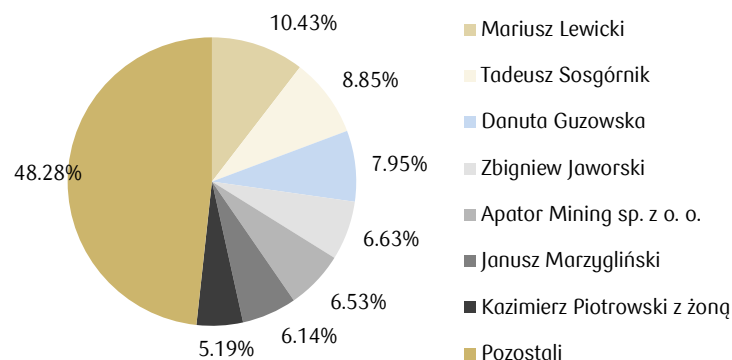
#### AKCJONARIAT

##### Akcjonariat - Udział w kapitale



Źródło: Grupa Apator, DM PKO BP

##### Akcjonariat - Udział w głosach



Źródło: Grupa Apator, DM PKO BP

Najwięksi akcjonariusze spółki to osoby fizyczne, głównie dawni pracownicy i kadra zarządzająca Apatora.

## WŁADZE SPÓŁKI

W skład Zarządu Apator SA wchodzić dwie osoby: Prezes Zarządu i Członek Zarządu. Kadencja Zarządu Apator SA trwa trzy lata i kończy się w dniu odbycia Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia spółki Apator SA w 2022 roku.

Członkami sześcioposobowej Rady Nadzorczej są: Janusz Niedźwiecki (Przewodniczący Rady Nadzorczej i były długoletni prezes Grupy Apator), Mariusz Lewicki (Zastępca Przewodniczącego Rady Nadzorczej), Janusz Marzygliński, Danuta Guzowska, Kazimierz Piotrowski oraz Marcin Murawski.

### Mirosław Klepacki

*Prezes Zarządu, Dyrektor Generalny*

Pan Mirosław Klepacki jest absolwentem kierunku Zarządzanie Biznesem na Wydziale Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Mikołaja Kopernika w Toruniu, ukończył dodatkowo Computer Akademie w Hamburgu.

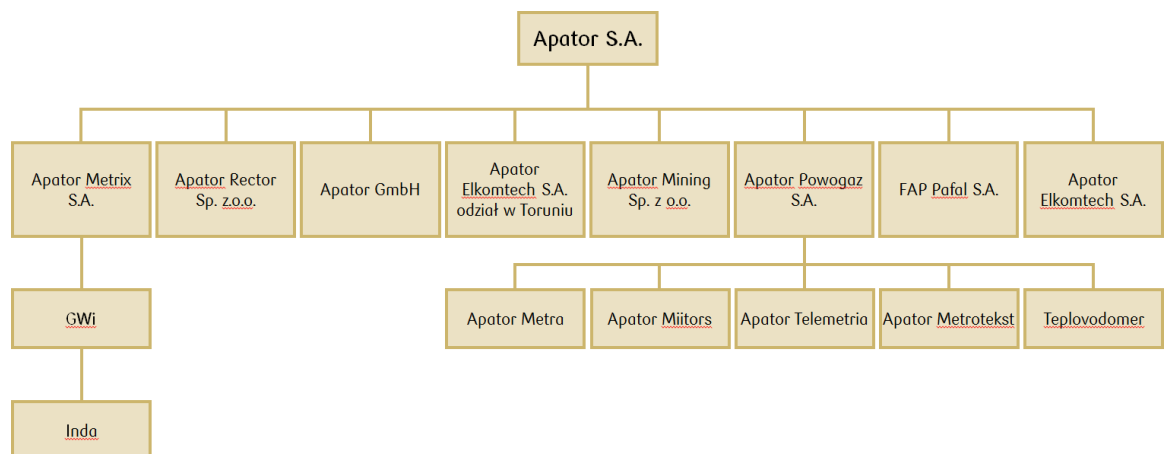
Pan Mirosław Klepacki związany jest z Apator SA od 1996 roku. Pierwotnie odpowiedzialny był za rozwój eksportu, z kolei od 2010 roku pełnił funkcję Dyrektora ds. Aparatury Łączeniowej. Od 2011 roku został prokurentem spółki Apator SA., natomiast od stycznia 2018 r. pełni funkcję Przewodniczącego Rady Nadzorczej Apator Elkomtech SA oraz Członka Rady Nadzorczej Apator Powogaz SA. Pan Klepacki w latach 2006 - 2017 pełnił również funkcję Prezesa Zarządu zależnej spółki niemieckiej Apator GmbH.

### Arkadiusz Chmielewski

*Członek Zarządu, Dyrektor ds. Rozwoju Biznesu Grupy Apator*

Pan Arkadiusz Chmielewski ukończył Wydział Mechaniczny Politechniki Gdańskiej. Ze spółką Apator Metrix SA związany jest od 1993 roku, gdzie w ramach pełnionych funkcji odpowiadał m.in. za procesy restrukturyzacji spółki, wdrożenie nowych technologii opomiarowania gazu czy ekspansję na rynki zagraniczne. Od 2002 r. pełni funkcję Prezesa Zarządu tej spółki. Ponadto Pan Chmielewski zasiada w Radzie Dyrektorów w brytyjskiej spółce George Wilson Industries Ltd., zależnej od Apator Metrix SA.

## STRUKTURA GRUPY APATOR



Źródło: Grupa Apator

**Apator S.A.** to firma z sześćdziesięcioletnimi tradycjami, który działa w linii łączeniowej oraz opomiarowania energii elektrycznej. W grupie Apator spółka pełni rolę dominującą i jest odpowiedzialna za organizację i koordynację współpracy wszystkich podmiotów wchodzących w skład Grupy.

**Apator Metrix SA** to firma z 70-cioletnim stażem mająca swoją siedzibę w Tczewie. Spółka ta działa w linii biznesowej koncentrującej na opomiarowaniu gazu. Firma oferuje gazomierze miechowe domowe i przemysłowe oraz systemy pomiarowe zdalnego odczytu.

**Apator Rector Sp. z o.o.** jest obecna na polskim rynku produkcji oprogramowania od 1994 roku i od początku swojej działalności koncentruje się na technologii GIS. Spółka oferuje systemy służące do wspomagania zarządzania majątkiem sieciowym, które znajdują swoich odbiorców na rynku telekomunikacyjnym, czy w administracji publicznej i samorządowej.

**Apator GmbH** funkcjonuje w strukturze Grupy Apator od 2008 roku. Spółka zajmuje się dystrybucją wyrobów Grupy Apator na rynku niemieckim.

**Apator Elkomtech S.A. Oddział w Toruniu** to spółka z polskim kapitałem, zajmująca wiodącą pozycję w krajowym przemyśle elektrotechnicznym i elektronicznym. Spółka specjalizuje się w projektowaniu i produkcji systemów automatyki napędowej oraz układów rozdzielczo-sterowniczych. Ponadto zajmuje się również ich wdrażaniem w przemyśle.

**Apator Mining Sp. z o.o.** wchodzi w skład Grupy Apator – najstarszego w Polsce producenta aparatury przeciwybuchowej. Apator Mining zajmuje się m.in. produkcją elektrycznej aparatury łączeniowej czy elementów automatyki przeznaczonych do pracy w podziemnych zakładach górniczych.

**Apator Powogaz S.A.** (dawniej Fabryka Wodomierzy PoWoGaz SA) to jeden z największych producentów wodomierzy w Polsce oraz w Europie. Spółka oferuje pełen asortyment polskich wodomierzy i ciepłomierzy oraz podzielników kosztów ogrzewania. Ponadto oferta Apator Powogaz S.A. uzupełniana jest o usługi zdalnego odczytu, prowadzenia rozliczeń i zarządzania systemami dystrybucji wody i ciepła.

Powogaz posiada kilka podmiotów zależnych, wśród których można wymienić:

- **Apator Telemetry** - producent innowacyjnych systemów radiowego odczytu danych, przeznaczonych dla sieci ciepłowniczych, energetycznych wodociągowych i gazowniczych
- **Apator Metra Šumperk** - producent aparatury kontrolno-pomiarowej z Republiki Czeskiej
- **Teplovodomer** - dystrybutor wodomierzy i ciepłomierzy na rynku rosyjskim
- **Apator Miitors ApS** - centrum kompetencji ultradźwiękowych w Danii, jednostka badawczo-rozwojowa wykorzystująca technologię ultradźwiękową w obszarze opomiarowania wody i ciepła

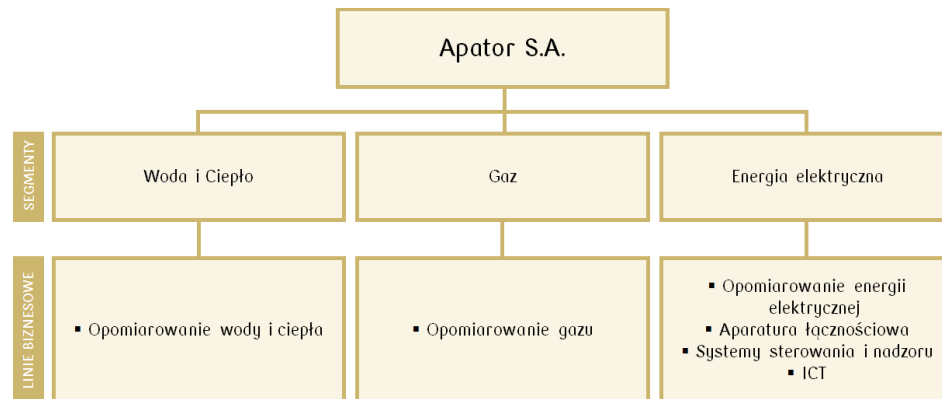
**FAP Pafal SA** to firma będąca jednym z największych producentów urządzeń pomiarowych w Polsce. Pafal został włączony do Grupy Apator w 2004 roku. Przedsiębiorstwo oferuje szeroką gamę usług m.in. w zakresie: badań liczników energii elektrycznej, naprawy i ponownej legalizacji liczników energii czy instalacji liczników.

**Apator Elkomtech S.A.** to firma, która specjalizuje się w tworzeniu i dostarczaniu systemów wspomagających pracę służb energetycznych w zakresie przesyłu oraz dystrybucji energii. Spółka od 2014 roku stanowi część grupy Apator, uzupełniając ofertę spółki o rozwiązania informatyczne oraz urządzenia z zakresu telemechaniki. Umożliwia to tworzenie i dostarczanie kompleksowych systemów do automatyzacji pracy sieci w obrębie energetyki zawodowej. Apator Elkomtech S.A. to producent

komputerowego systemu System Ex pozwalający na prowadzenie zdalnego nadzoru oraz sterowanie elementami sieci elektroenergetycznej. Dedykowany jest on energetyce zawodowej i przemysłowej.

## MODEL BIZNESOWY

Spółki Grupy Apator koncentrują swoją działalność w obrębie przemysłu elektromaszynowego, w następujących segmentach oraz liniach biznesowych:



Źródło: Grupa Apator

W segmencie woda i ciepło Grupa Apator oferuje pełen asortyment polskich wodomierzy i ciepłomierzy oraz podzielników kosztów ogrzewania. Poza ofertą produktową spółka świadczy również usługi zdalnego odczytu, prowadzenia rozliczeń i zarządzania systemami dystrybucji wody i ciepła. Grupa Apator w segmencie Woda i Ciepło oferuje swoim klientom łącznie ponad 400 różnorodnych produktów oraz rozwiązań usługowych, wśród których można wyróżnić m.in. wodomierze mieszkaniowe, ciepłomierze i przetworniki przepływu do ciepłomierzy, podzielniki kosztów ogrzewania czy systemy zdalnego odczytu wodomierzy i ciepłomierzy.

Produkty z tej linii biznesowej są nieustannie dopracowywane tak by wpisywać się w światowe trendy związane z ochroną środowiska. Wiąże się to z rosnącym zapotrzebowaniem na jeszcze dokładniejsze urządzenia pomiarowe i usługi rozliczeniowe, które pozwolą na efektywniejsze gospodarowania wodą i energią.

Oferta firmy w segmencie Gaz obejmuje gazomierze miechowe domowe i przemysłowe, jak również systemy pomiarowe zdalnego odczytu. Produkcja spółki koncentruje się na gazomierzach miechowych o podstawowych wielkościach, począwszy od gazomierzy domowych typu G1,6 a skończywszy na gazomierzach przemysłowych typu G65.

Spółka uzyskała wymagane branżowe zatwierdzenia typu i certyfikaty wydane w Polsce, Niemczech (EEC Type Approval – zatwierdzenie typu ważne we wszystkich krajach Unii Europejskiej), Rosji, jak również na Ukrainie, w Gruzji czy w Serbii.

Firma oferuje również ekspertyzy, naprawy i legalizację gazomierzy miechowych, zarówno produkcji własnej jak i urządzeń pochodzących od innych producentów.

Grupa Apator w segmencie Energia Elektryczna oferuje swoim klientom systemy najnowszej generacji umożliwiające opomiarowanie energii elektrycznej. Opracowane przez spółkę rozwiązania pozwalają na dwukierunkową komunikację, przesyłanie danych oraz na ich wizualizację, co pozwala na zapewnienie pełnej skalowalności zastosowanych rozwiązań. Oferowane przez Apator urządzenia pomiarowe mogą pracować w systemie kredytowym lub przedpłatowym jednocześnie zbierając dane



odczytowe udostępniając je systemom billingowym czy statystycznym. Oferowane rozwiązania umożliwiają również śledzenie informacji o pojawiających się błędach lub awariach, co pozwala na natychmiastową reakcję na zaistniałą sytuację. W ofercie firmy znajduje się kilkanaście rodzajów liczników energii elektrycznej o zróżnicowanym zakresie zastosowania.

Oferta handlowa Apatora w obszarze energii elektrycznej obejmuje także szeroką gamę aparatury łącznikowej niskiego napięcia oraz aparaturę przeciwprzepięciową. Wśród produktów znajdujących się w tej kategorii możemy wyróżnić m.in. przekładniki prądowe, rozłączniki izolacyjne, ograniczniki przepięć, czy łączniki krzywkowe.

Grupa Apator w swojej ofercie dysponuje komputerowym systemem zdalnego nadzoru i sterowania elementami sieci elektroenergetycznej, znanego pod nazwą System Ex, który dedykowany jest energetyce zawodowej i przemysłowej. Charakteryzuje się modułową budową oraz elastycznością konfiguracji, dzięki czemu może być wykorzystywany do nadzoru bardzo dużych obszarów sieci elektroenergetycznej (Krajowa Dyspozycja Mocy, Obszarowe Dyspozycje Mocy) oraz niewielkich obszarów sieci (wydzielona sieć zakładu przemysłowego) i obiektów energetycznych wszystkich poziomów napięć.

Ponadto spółka swoim klientom oferuje również takie produkty jak silniki i przekładnie, napędy serwo AC i DC, kontrolery łagodnego rozruchu czy przemienniki częstotliwości.

Firma oferuje również usług wdrożeniowe, obejmujące stworzenie koncepcji rozwiązania, zbudowania właściwych komponentów, aż do formalnego przekazania rozwiązania. Ponadto prowadzi ona szkolenia dla pracowników dostarczające wiedzę niezbędną do skutecznego i efektywnego użytkowania rozwiązań Apator oraz zapewnia usługi konsultingowe w zakresie projektowania i optymalizacji biznesowej procesu wdrożeniowego po budowanie nowych rozwiązań.

### **Inwestycja w strefie**

Od 2012 firma przeniosła się do Ostaszewa – ze względu na Specjalną Strefę Ekonomiczną i związane z nią ulgi podatkowe. Ukończone inwestycje pozwoliły zbudować aktywo podatkowe (na koniec 2018 roku do wykorzystania pozostało 14mln PLN. Spółka ma kolejną zgodę strefową na inwestycje o wysokości do 20mln PLN (35 proc. zwrotu w ramach ulgi podatkowej) ważną do końca 2021.



## Produkcja i fabryki

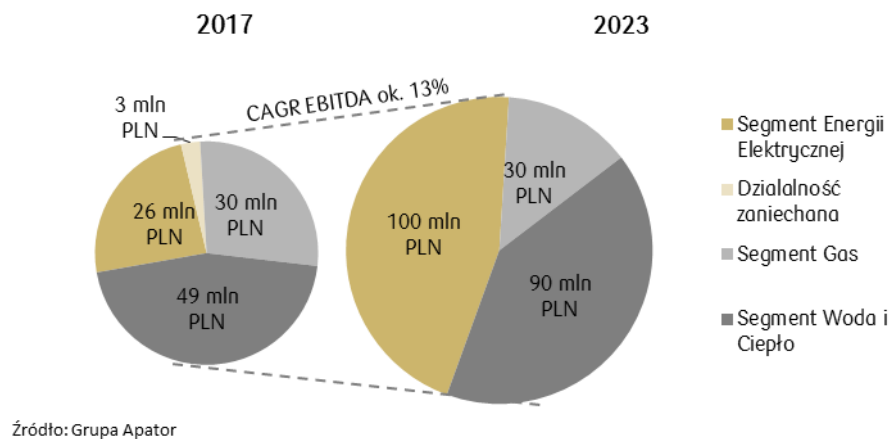


Najważniejsze centrum produkcyjne Apatora (i najaktywniej rozwijane) znajduje się w Ostaszewie koło Torunia. Położenie w Podmorskiej Strefie Ekonomicznej gwarantuje ulgę podatkową. W przyszłości spodziewamy się koncentracji produkcji w tym zakładzie. Spodziewamy się również przeniesienia zakładu Powogazu pod Poznań. Powogazu umiejscowiony jest 2km od ścisłego centrum Poznania. Sprzedaż nieruchomości mogłaby zawiązką sfinansować przeniesienie produkcji.

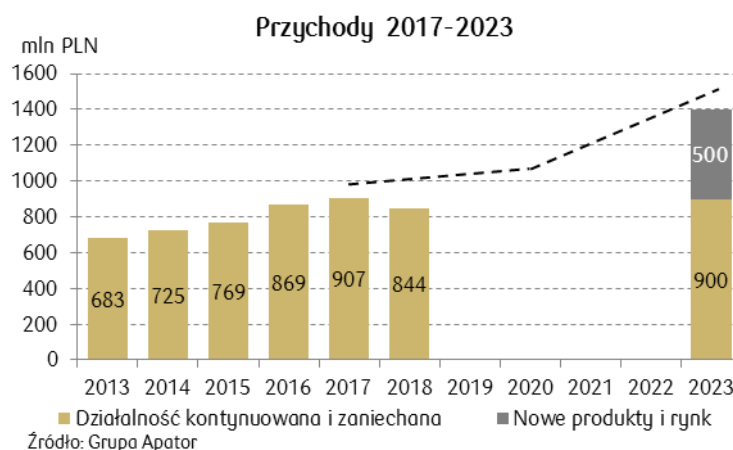
## STRATEGIA GRUPY APATOR

Grupa Apator w 2018 roku opublikowała swoją strategię jaką planuje obrać w okresie od 2019 do 2023 roku. Jej założenia oparte zostały o przemiany jakie zachodzą na polskim i światowym rynku. Do kluczowych aspektów, istotnych dla rozwoju spółki zaliczyć można m.in. decentralizację rynku energii elektrycznej oraz postępujący proces cyfryzacji. Ponadto Grupa Apator zwraca również uwagę na pojawiające się nowe regulacje związane z poprawą efektywności energetycznej oraz na rosnącą rolę rozwiązań smart i automatyzacji sieci, które prowadzą do zmiany dotychczasowych modeli biznesowych przedsiębiorstw działających w sektorze mediów energetycznych i implikują poszukiwanie innowacji. Grupa Apator zamierza wykorzystać swoje wysokie kompetencje techniczne oraz zdobyte doświadczenie by stać się beneficjentem zachodzących przemian i pełnić dla swoich klientów rolę doradcy i partnera pierwszego wyboru.

Spółka zamierza do 2023 roku osiągnąć EBITDA na poziomie 220 mln PLN, co oznacza podwojenie wyniku względem rezultatu osiągniętego w roku 2017.



Ponadto spółka planuje zwiększyć swoje przychody ze sprzedaży o do poziomu 1,4 mld PLN w 2023 roku, co przekłada się na średnioroczną dynamikę wzrostu na poziomie ok 8 proc.



Powyzsze cele finansowe mają zostać zrealizowana poprzez utrzymanie silnej pozycji na rodzimym rynku, a także poprzez wzrost udziałów na rynkach strategicznych takich jak Niemcy oraz kraje Europy Środkowo-Wschodniej. Ponadto spółka będzie starała się wykorzystać szanse podażowe jakie będą pojawiać się na pozostałych rynkach europejskich. Grupa Apator zamierza skupiać swoją uwagę na segmentach klientów o dużym potencjale sprzedaży i rentowności. Dodatkowo spółka

planuje rozwijać sprzedaż wysokomarżowych produktów, w tym inteligentnych rozwiązań. Apator zamierza również poprawić swoją efektywność operacyjną oraz zoptymalizować koszty poprzez wykorzystanie potencjalnych efektów synergii w grupie. Spółka w perspektywie 5 lat planuje zwiększyć przychody ze sprzedaży pochodzące z rynków zagranicznych, jak również utrzymać wysoki udział eksportu w sprzedaży ogółem, który docelowo ma wynieść ponad 50 proc.

W perspektywie 2019-2023 Grupa Apator planuje przeznaczyć na inwestycje około 380 mln złotych. Pieniądze te mają trafić m.in. na opracowanie nowych produktów, ekspansję na nowe rynki czy zwiększenie możliwości produkcyjnych, poprzez budowę centrum elektroniki oraz automatyzację produkcji mechanicznej. Planowane inwestycje będą finansowane z wypracowanych środków oraz środków uwolnionych z niewykorzystywanego majątku, a także kredytów.

Strategia przyjęta przez Grupę zakłada także zupełnie nowe podejście do innowacyjności m.in. poprzez utworzenie centrów kompetencyjnych w zakresie badań i rozwoju, jak również wzmocnienie zespołów R&D oraz Product Managerów. Spółka zamierza także wydzielić dodatkowy fundusz na rozwój nowatorskich pomysłów, ponieważ to właśnie one mają stanowić klucz do sukcesu.

Czynnikami wzrostu spółki w najbliższych latach, w zakresie budowania oferty mają być różnego rodzaju urządzenia pomiarowe nowej generacji oferujące elektroniczno-statyczny pomiar oraz rozwiązania multienergetyczne. Ponadto spółka zamierza oferować również usługi i rozwiązania obejmujące wdrażanie i utrzymanie systemów nadzoru, a także opomiarowania oraz predykcyjnego zarządzania majątkiem sieciowym. Grupa Apator zamierza oferować również smart-metering, usługi billingowe, technologie IoT, systemy do odczytu i zarządzania danymi pomiarowymi w oparciu o nowoczesne technologie komunikacyjne.

Do istotnych działań, które mają pozwolić na skuteczne realizowanie założonej strategii można zaliczyć dalszą i szeroko zakrojoną automatyzację procesów produkcyjnych, optymalizację Grupy poprzez uproszczenie struktury kapitałowej, a także ograniczanie poziomu kosztów poprzez lepsze wykorzystanie zasobów i kompetencji grupowych.

## STRUKTURA SPRZEDAŻY

### Główni odbiorcy

Grupa Apator istotną część swoich przychodów generuje w sektorze produktów i usług skierowanych do przedsiębiorstw działających w branży energetycznej. W przypadku sprzedaży urządzeń do opomiarowania energii elektrycznej głównymi odbiorcami wyrobów spółki na rynku polskim są operatorzy systemów dystrybucyjnych, do których można zaliczyć m.in. zakłady energetyczne. Sprzedaż do tego typu podmiotów odbywa się najczęściej w drodze wygranych przetargów. Na rynkach zagranicznych z kolei grupa odbiorców produktów z tej linii jest jednak rozproszona.

W przypadku aparatury łączeniowej oferowanej przez Grupę Apator do grona odbiorców zaliczyć można przede wszystkim hurtownie elektryczne oraz przedsiębiorstwa elektromontażowe i elektroinstalacyjne.

Systemy sterowania i nadzoru znajdujące się w portfolio spółki trafiały głównie do operatorów systemów dystrybucyjnych. Grupa Apator w ramach tej linii produktów uzyskiwała również przychody od klientów operujących w budownictwie, hutnictwie, przemyśle czy górnictwie. Z kolei produkty z linii ICT trafiały głównie do zakładów energetycznych.

Udział segmentu Energia Elektryczna w przychodach ogółem (dla działalności kontynuowanej i zaniechanej) w omawianym okresie wyniósł ok. 46 proc. (przy czym niemal 82 proc. przychodów zostało wygenerowane w kraju). Do największych odbiorców liczników energii produkowanych przez Grupę Apator zaliczyć można takie spółki jak np.: PGE Dystrybucja, Innogy Stoen Operator czy Tauron Dystrybucja.

Klientami spółek Grupy Apator w segmencie Gaz są odbiorcy instytucjonalni oraz spółki gazownicze. Segment ten stanowił w 2018 r. 21,7 proc. sprzedaży ogółem (dla działalności kontynuowanej i zaniechanej), z czego niemal 84 proc. sprzedaży w tym segmencie wygenerowano za granicą). Jednym z największych odbiorców produktów spółki w tym segmencie są m.in. Polska Spółka Gazownictwa.

Rynek opomiarowania wody i ciepła w Polsce cechuje się dużym rozproszeniem po stronie popytu. Produkty Grupy Apator trafiają do szerokiej grupy klientów, wśród których są wodociągi, przedsiębiorstwa energii cieplnej, spółdzielnie i wspólnoty mieszkaniowe, jak również podmioty z sektora budownictwa i przemysłu. Udział segmentu Woda i Ciepło w sprzedaży ogółem wyniósł w 2018 r. 30,6 proc. (z czego sprzedaż eksportowa stanowiła 60 proc.).

Żaden z indywidualnych odbiorców nie przekroczył wartości 10 proc. przychodów ze sprzedaży ogółem Grupy Apator.

#### **Analiza sprzedaży wg. Segmentów**

W 2018 r. przychody Grupy Apator (z uwzględnieniem działalności zaniechanej) były niższe o 63 mln zł (7 proc.) w porównaniu z 2017 r. Wynikało przede wszystkim z niższych obrotów w segmencie Gaz (w związku z zakończeniem realizacji dużego kontraktu w Wielkiej Brytanii o relatywnie wysokiej wartości obrotu i niskiej marży).

Wyszczególnienie	Wykonanie	Wykonanie	Zmiana r/r	Dynamika
	2017 r.	2017 r.		
	[mln PLN]	[mln PLN]	[mln PLN]	[%]
Segment energia elektryczna	348.1	385.9	37.8	111%
kraj	260.2	315.9	55.7	121%
eksport	87.9	70.0	-17.9	80%
udział eksportu ogółem	97%	8.3%		
Segment Gaz	271.93	183.54	-88.39	67%
kraj	33.24	298.9	-3.34	90%
eksport	238.69	153.64	-85.05	64%
udział eksportu ogółem	26.3%	18.2%		
Segment Woda i Ciepło	263.19	258.34	-4.85	98%
kraj	95.61	103.24	7.63	108%
eksport	167.58	155.11	-12.47	93%
udział eksportu ogółem	18.5%	18.4%		
Przychody z działalności kontynuowanej ogółem	883.20	827.80	-55.39	94%
kraj	389.05	449.07	60.01	115%
eksport	494.14	378.74	-115.41	77%
udział eksportu ogółem	54.5%	44.9%		
Działalność zaniechana (Apator Mining)	23.71	16.24	-7.47	69%
Przychody ze sprzedaży ogółem	906.90	844.04	-62.86	93%
kraj	411.94	465.30	53.36	113%
eksport	494.97	378.74	-116.22	77%
udział eksportu ogółem	54.6%	44.9%		

Zródło: Grupa Apator, DM PKO BP

W odniesieniu do struktury produktowej sprzedaży, przez cały 2018 r. pozytywnie wyróżniał się segment Energii Elektrycznej, którego dodatnia dynamika rocznej sprzedaży osiągnęła 11 proc. Wzrost w tym obszarze związany był głównie ze zdecydowanie wyższymi obrotami w Apator Control, których sprzedaż wzrosła z 27,0 mln zł na koniec 2017 roku do 45,1 mln zł w 2018 r. Ponadto spółka odnotowała wyższą sprzedaż aparatury łączeniowej, systemów sterowania oraz nadzoru (Apator Elkomtech). Rok 2018 zaowocował również odbudową sprzedaży w linii ICT (Apator Rector). Firma zaznaczyła że w minionym roku sprzedano mniejszą liczbę liczników energii elektrycznej, głównie za sprawą niższego eksportu liczników indukcyjnych. W konsekwencji udział segmentu Energii Elektrycznej w sprzedaży Grupy Apator wzrósł z niecałych 39 proc. w 2017 roku do niemal 46 proc. na koniec 2018.

Na drugim miejscu znalazł się segment Woda i Ciepło, którego obroty w 2018 r. było o zaledwie 1,8 proc. niższe niż w 2017 r. i którego udział w przychodach ogółem z działalności Grupy w 2018 r. osiągnął w konsekwencji 30,6 proc. (29,0 proc. w 2017 r.). Spadek wynikał z niższych obrotów w eksporcie.

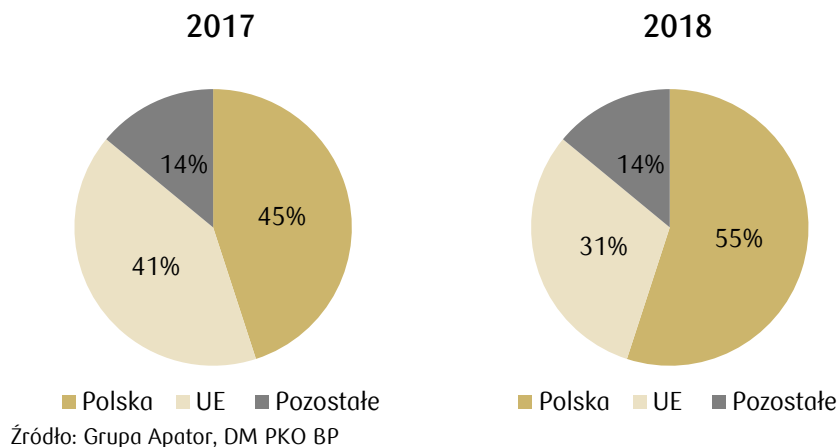
Segment Gaz wygenerował w skali całego roku 21,7 proc. całkowitych przychodów (wobec 30,0 proc. rok wcześniej). Odnotowany spadek rok do roku wyniósł 32,5 proc., który wynikał w zarówno z niższego eksportu (35,6 proc. r/r), jak i niższej sprzedaży w kraju (spadek o 10,1 proc. r/r).

Działalność zaniechana (Apator Mining) odnotowała spadek o 31,5 proc. r/r, który wynikał z ze stopniowego wygaszania działalności produkcyjnej.

### Struktura geograficzna sprzedaży

Sprzedaż Grupy Apator w roku 2018 charakteryzowała się bardzo wysoką dynamiką obrotów w kraju. Odnotowany wzrost przychodów w zakresie działalności kontynuowanej oraz zaniechanej wyniósł 13,0 proc. rok do roku. Jest to zdecydowana różnica, zwłaszcza w świetle słabszych wyników z lat ubiegłych, w których to dynamika obrotów wzrastała o kilka procent lub odnotowywała spadek, jak miało to miejsce np. w 2017 roku (-5 proc.). Na uzyskanie tak korzystnego wyniku najwięcej wpływu miał segment energii Elektrycznej, którego sprzedaż na rynku krajowym wzrosła w minionym roku o ponad 21 proc. Było to możliwe dzięki wyższym obrotom uzyskanym we wszystkich liniach biznesowych zakwalifikowanych do tego segmentu. Na rynku krajowym odnotowano również wzrost w segmencie Wody i Ciepła, który wyniósł 8 proc. w ujęciu rok do roku. Z kolei w segmencie Gaz obroty Grupy Apator na terenie Polski były 10,1 proc. niższe niż rok wcześniej.

Dobrym wynikiem Apatora, jakie spółka osiągnęła na rodzimym rynku towarzyszyły znacznie słabsze wyniki w eksporcie, który w zakresie działalności kontynuowanej i zaniechanej odnotował spadek aż o 23,5 proc. W konsekwencji udział zagranicy w sprzedaży Grupy zmniejszył się z poziomu 54,6 proc. w 2017 roku do niespełna 44,9 proc. w 2019 r. Spółka w sprawozdaniu finansowym za ubiegły rok zaznaczyła, że niższy eksport wynika przede wszystkim z zakończenia prac nad dużym kontraktem, jaki spółka realizowała w Wielkiej Brytanii, co przełożyło się na spadek sprzedaży w segmencie Gaz, który odgrywa decydującą rolę stanowiąc główne źródło przychodów z eksportu. Spadek przychodów odnotowany został również w dwóch pozostałych segmentach. W przypadku wody i ciepła wpływ na to miała m.in. niższa sprzedaż na rynku francuskim, włoskim czy hiszpańskim. W przypadku Francji, kluczowe było nasycenie rynku, do którego doszło w 2017 roku. Z kolei na dwóch pozostałych rynkach problemem był brak odpowiednich regulacji, w tym tych dotyczących obowiązkowego opomiarowania wszystkich grzejników. W segmencie Energia Elektryczna zanotowano niższy eksport liczników indukcyjnych, tutaj spółka wskazała na brak sprzedaży do Maroka.



Tak jak miało to miejsce w wcześniejszych latach Głównym rynkiem zbytu Grupy Apator w 2018 r. była Polska. Należy jednak zaznaczyć, że jej udział w przychodach z działalności kontynuowanej i zaniechanej wzrósł o rok do roku o 10 p.p. za sprawą wysokiej dynamiki sprzedaży.

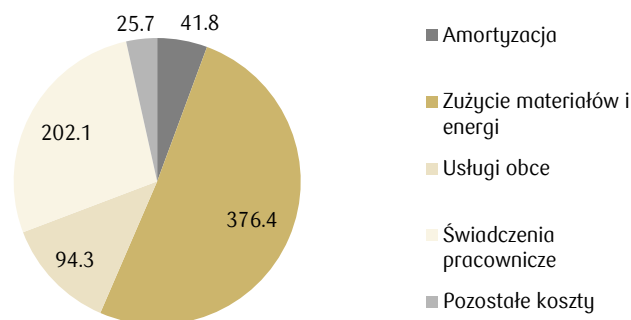
Na drugim miejscu wśród partnerów handlowych Grupy pozostaje Unia Europejska, z dominującym udziałem rynków brytyjskiego, holenderskiego, czeskiego i niemieckiego. Założenia zawarte w Strategii Grupy Apator, podkreślają kluczową rolę ostatniego z wskazanych krajów, który został zakwalifikowany jako jeden z rynków strategicznych. W 2018 rok Apator odnotował na nim wzrost obrotów sięgający niemal 6 proc. wynikający przede wszystkim z wyższej sprzedaży liczników

komunalnych nowszej generacji oraz większym obrotom w aparaturze łączeniowej. Spółka w sprawozdaniu finansowym wskazała również na zdecydowany spadek zapotrzebowania, a w konsekwencji również sprzedaży, na tradycyjne liczniki indukcyjne produkowane przez FAP Pafal. Większą sprzedaż r/r do Niemiec spółka odnotowała także w segmencie Wody i Ciepła.

Na kolejnych dwóch miejscach wśród rynków eksportowych Grupy Apator znalazły się takie kraje jak Rosja do której trafiło 6,9 proc. eksportu ogółem oraz Ukraina, której udział wyniósł 5,4 proc. Na rynku ukraińskim wzrost był szczególnie wyraźny, ponieważ wyniósł on 3,7 mln złotych, co w konsekwencji wprowiło, że udział tego rynku w eksporcie ogółem wzrósł o 2 p.p. Uzyskane wyniki stanowią potwierdzenie sygnalizowanej już wcześniej przez spółkę pozytywnej tendencji do odbudowywania sprzedaży na rynki wschodnie. Wzrost sprzedaży w ujęciu rok do roku dotyczył także innych rynków regionu Europy Środkowej, Wschodniej i Południowej, wśród których możemy wymienić m.in. Gruzję, Chorwację, Rumunię, Bułgarię czy Turcję. Dzięki kontynuowaniu wysokiej dynamiki sprzedaży w tych krajach udział każdego z nich w eksporcie Grupy ogółem był w 2018 r. wyższy niż rok wcześniej, a obroty okresu sięgały od niecałych 2,9 mln zł (0,8 proc. eksportu ogółem) dla Chorwacji do blisko 11,1 mln zł w przypadku Turcji i ponad 10,1 mln zł dla Rumunii (odpowiednio 2,9 proc. i 2,7 proc. eksportu ogółem).

## STRUKTURA KOSZTÓW

Koszty rodzajowe w 2018 [mln PLN]



Źródło: Grupa Apator, DM PKO BP

Wartość **amortyzacji** systematycznie wzrastała przez ostatnie lata osiągając w 2018 roku wartość 41,7mln PLN, co oznaczało wzrost wartości o 6 proc. r/r w ujęciu rok do roku. Za zmianę tę w głównej mierze odpowiadały odpisy amortyzacyjne na wartości niematerialne, które zwiększyły się o 11 proc.

**Zużycie materiałów** (największa grupa kosztów) oraz energii w Grupie Apator w roku 2018 spadło do 376mln PLN, co oznaczało spadek o 9,68 proc. w ujęciu rok do roku. W ramach tych kosztów najistotniejsze są zakupy komponentów. Wśród zużywanych surowców warto wymienić (nasze szacunki) miedź (około 30 mln PLN), stal (około 10 mln PLN), tworzywa sztuczne (około 25 mln PLN). Energia elektryczna i media to koszt około 5 mln PLN.

Niezwykłe korzystniejsza zmiana zaszła w przypadku zużycia energii elektrycznej przez spółkę, które spadło aż o ponad 16,7 proc. W tym samym czasie średnia cena sprzedaży energii elektrycznej na rynku konkurencyjnym w Polsce wzrosła z 163,70 zł/MWh w 2017 roku do 194,30 zł/MWh w 2018.



Spółce w minionym roku udało się również ograniczyć zużycie energii cieplnej, której wykorzystanie spadło o blisko 6,8 proc. oraz gazu ziemnego, które zredukowano o 3,9 proc. Również w przypadku wody dokonano znaczącej poprawy ponieważ w 2018 roku jej zużycie spadło o blisko 16,0 proc.

Tak znacząca poprawa w zakresie zużycia mediów ma związek z polityką Grupy Apator w zakresie zagadnień związanych z ochroną środowiska naturalnego. Spółka zaznacza, że przebieg procesów środowiskowych jest systematycznie nadzorowany oraz dostosowywany do zmieniających się procesów technologicznych i produkcyjnych oraz nowych wymogów prawnych. Analiza aspektów środowiskowych przeprowadzana jest na każdym etapie łańcucha tworzenia wartości, co pozwala Grupie usprawniać i optymalizować procesy produkcyjne pod kątem wydajności, kosztów, jakości czy bezpieczeństwa pracy. Rozwiązanie to docelowo ma zapewnić m.in. mniejsze zużycie mediów, minimalizacja ilości odpadów produkcyjnych (w tym eliminacja odpadów niebezpiecznych) czy mniejsze zużycie surowców, których poziom wykorzystania spadł o 3,4 proc. Grupie Apator w 2018 roku udało się ograniczyć zużycie stali aż o 21,2 proc. w ujęciu rok do roku.

Również konsumpcja farb, lakierów i rozpuszczalników została znacząco zmniejszona o prawie 29,0 proc. Wzrost z kolei odnotowano w przypadku miedzi (19,3 proc.) oraz tworzyw sztucznych (18,1 proc.).

Zużycie energii wg źródeł	2017	2018
Całkowite zużycie energii elektrycznej [MWh]	13189.6	10982.5
Całkowite zużycie gazu ziemnego [tys. m <sup>3</sup> ]	2434.5	2338.9
Całkowite zużycie energii cieplnej [GJ]	25746	24002.8
Całkowite zużycie paliw (ropa, olej napędowy, benzyna, LPG) [t]	333	342.6
Zużycie wody [m <sup>3</sup> ]	24583	20662
Zużycie podstawowych surowców	5574.5	5386.3
Całkowite zużycie stali [t]	2965.4	2336.9
Całkowite zużycie tworzyw sztucznych [t]	1936.1	2285.8
Całkowite zużycie miedzi [t]	591.5	705.7
Całkowite zużycie farb, lakierów rozpuszczalników [t]	81.5	57.9

Źródło: Grupa Apator, DM PKO BP

Grupa Apator zaopatruje się w materiały, usługi i towary zarówno na rynku krajowym, jak i poza granicami, przy czym w przeważającej części od podmiotów gospodarczych zarejestrowanych w Polsce. Jednakże z racji na fakt, że część surowców i komponentów jest importowana to ceny są denominowane głównie w dolarach amerykańskich. Sytuacja ta sprawia, że koszty nabywanych dóbr uzależnione są w znacznej mierze od wahań kursu tej waluty.

Sytuacja w zakresie cen materiałów w gospodarce światowej charakteryzowała się w 2018 roku w miarę stabilnym poziomem cen komponentów elektroniki za wyjątkiem niektórych rodzajów produktów, takich jak np. kondensatory ceramiczne MLCC. Spółka dodatkowo wskazała na wydłużający się czas ich dostaw.

Podobną sytuację można było zaobserwować również na rynku tworzyw sztucznych, których ceny także utrzymywały się na stałym poziomie. Wyjątkiem jest jeden gatunek poliamidu, który z racji na zakłócenia dostaw jest trudno dostępnym, co skutkowało wzrostem cen aż o 15 proc.

Wzrost ceny metali nieżelaznych (miedzi) w USD został w 80 proc. skompensowany przez umacniającą się złotówkę. Ponadto aprecjacja PLN względem USD w 2018 roku wpłynęła także na

obniżenie kosztów komponentów elektronicznych w PLN.

### Koszty zatrudnienia

Zatrudnienie w Grupie Apator na dzień 31 grudnia 2018 r. wyniosło 2.549 osób i było o 31 osób wyższe w stosunku do końca 2018. Zmiana stanu zatrudnienia w ujęciu rok do roku wynika z jednej strony z wzrostu zatrudnienia w Apator S.A. oraz Apator Powogaz. Z drugiej strony zdecydowano się ograniczyć liczbę osób pracujących w związku z działaniami restrukturyzacyjnymi prowadzonymi w Grupie. Redukcja zatrudnienia dotknęła głównie spółki FAP Pafal, Apator Elkomtech oraz Apator Rector. Zabieg ten ma dostosować potencjał poszczególnych spółek Grupy Apator do bieżącej sytuacji rynkowej oraz poprawić ich efektywność operacyjną m.in. poprzez większe wykorzystanie efektów synergii w Grupie. Z kolei zmniejszenie stanu zatrudnienia w Apator Mining wynika ze stopniowego wygaszania działalności produkcyjnej spółki. W 2018 roku wzrosła liczba pracowników fizycznych, których liczba wzrosła o 3,1 proc. w ujęciu rok do roku. O 1,3 proc. zmniejszyła się z kolei liczba pracowników umysłowych. Zmiany w zatrudnieniu przyczyniły się do wzrostu w 2018 roku świadczeń pracowniczych o 1,5 proc. w ujęciu rok do roku.

Zatrudnienie w Grupie Apator	na 31.12.2016 r. [osoby]	na 31.12.2017 r. [osoby]	na 31.12.2018 r. [osoby]	Dynamika r/ [%]
Apator S.A.	563	605	756	125
grupa Apator Powogaz	728	757	774	102
grupa Apator Metrix	541	560	500	89
Apator Rector sp. z o. o.	164	136	124	91
Apator Elkomtech SA	210	175	150	86
Pafal SA	280	193	183	95
Apator Mining sp. z o. o.	69	27	5	19
Apator Control sp. z o. o.	64	59	51	86
Apator GmbH	2	6	6	100
<b>Podsumowanie</b>	<b>2621</b>	<b>2518</b>	<b>2549</b>	<b>101%</b>

Źródło: Grupa Apator, DM PKO BP

W 2018 roku wynagrodzenie w Polsce za godzinę wynosiło 13,7 złotych. Rząd zdecydował jednak by w 2019 roku podnieść je do 14,7 zł za godzinę, co daje 2250 zł miesięcznie. Z kolei średnie wynagrodzenie w kraju wzrosło o 7,3 proc. w ujęciu rok do roku.

### CZYNNIKI RYZYKA

#### Koncentracja klientów

W sektorze energii elektrycznej udział trzech największych podmiotów, mierzony według energii wprowadzonej do sieci wyniósł blisko 70 proc. Spółka zmuszona jest również do kontrolowania prowadzonej polityki energetycznej oraz inwestycji strukturalnych prowadzonych na krajowym rynku energetycznym.

#### Ryzyko regulacyjne i zmian legislacyjnych

Znaczący wpływ na wyniki Grupy Apator mają zmiany regulacyjne, w szczególności te dotyczące rynku energetycznego.

Wśród najważniejszych aktów prawnych, które mogą wpłynąć na funkcjonalnie Grupy Apator należy wskazać m.in. takie regulacje jak Energy Flexibility „Pakiet zimowy UE”, który składa się z czterech rozporządzeń oraz dyrektyw i nakreślać będzie oczekiwania Komisji Europejskiej w zakresie realizacji unijnych celów klimatyczno-energetycznych na 2030 r. Wprowadzenie tych regulacji może zdeterminować tempo wprowadzania technologii smart grid i smart metering w Europie. Smart metering jest szansą i ryzykiem dla spółki. Rozwój tego rynku może znacząco zwiększyć jego wartość, jednak z drugiej strony może też ściągnąć konkurencję na Polski rynek, zagrażając stabilnej i mocnej pozycji Apatora na rynku powtarzalnej wymiany liczników.

#### **Ryzyko dostępności pracowników**

Olbrzymie znaczenie na funkcjonowanie sektora oraz Grupy Apator ma dostępność wykwalifikowanej kadry pracowniczej, w szczególności tej działającej w działach badań i rozwoju oraz produkcyjnych. Na rynku pracy od kilku lat można obserwować nieustanny spadek bezrobocia (na koniec I kwartału 2019 roku wyniosło 5,9 proc) i wzrost kosztów pracy. Występująca tendencja umacniania się rynku pracownika, sprawia że konieczne staną się inwestycje w automatyzację produkcji. Wysoki udział kosztów pracy w kosztach ogółem (27 proc.) pogłębia ten problem.

#### **Ryzyko dostaw komponentów elektronicznych**

Obecna sytuacja na światowym rynku dostaw komponentów elektronicznych jest obecnie determinowana głównie przez wzrost zapotrzebowania na metale ziem rzadkich oraz negatywnym oddziaływanie polityki ceł i taryf importowych, jaka prowadzona jest obecnie przez Stany Zjednoczone. Nie bez znaczenia jest również polityka Unii Europejskiej w sprawie ochrony środowiska. Konsekwencją tych czynników są wydłuża się czas dostaw oraz poziom cen niektórych, kluczowych komponentów.

#### **Spadkowy trend cen liczników gazu i energii elektrycznej**

Od dłuższego czasu na rynku liczników energii elektrycznej oraz gazu utrzymuje się spadkowy trend w zakresie cen, który wynika przede wszystkim z standaryzacji rozwiązań i technologii, na tak konkurencyjnym rynku oraz w wyniku dużej siły zakupowej operatorów systemów dystrybucyjnych. Dostrzegalna jest również wzmożona konkurencji na rynku opomiarowania gazu, wynikająca m.in z ograniczenia rynku gazomierzy z liczydłem mechanicznym oraz pojawienia się nowej, silnej konkurencji w obszarze gazomierzy inteligentnych. W konsekwencji może prowadzić to do spadku rentowności w niektórych obszarach.

#### **Ryzyko rozwoju technologii pomiaru elektronicznego i dopasowania oferty produktowej**

Postęp techniczny, wymogi legislacyjne oraz zmiana w oczekiwaniach klientów sprawia, że rośnie zainteresowanie statycznymi technologiami opomiarowania wody i gazu, które oparte są na układach elektronicznych. Ponadto rosnące możliwości technologiczne sprawiają, że coraz większe znaczenie będą miały zautomatyzowane, zdalne systemy sterowania siecią oraz możliwość zdalnego rozliczania energii. Z tego powodu liczniki indukcyjne to ciągle spadająca linia biznesowa Apatora.

#### **Ryzyko utraty wartości ekonomicznej nakładów na projekty rozwojowe**

Zmniejszenie się skali popytu lub wzrost konkurencji na rynkach, na których operuje Grupa Apator stanowi ryzyko konieczności dokonania odpisów utraty wartości. Decyzje dotyczące inwestycji w nowe projekty rozwojowe podejmowane są na podstawie analizy trendów rynkowych i sporządzanych biznesplanów. Ponośzone nakłady ujmują się jako wartości niematerialne w oparciu o cenę ich nabycia/koszt wytworzenia pomniejszone o skumulowane odpisy amortyzacyjne oraz

odpisy z tytułu utraty wartości. Na uwagę i korektę w wycenie zasługują rosnące nakłady na wartości niematerialne (w praktyce – kapitalizowane koszty badań i rozwoju).

### **Ryzyka walutowe**

Z racji na znaczący udział sprzedaży eksportowej oraz na import materiałów i komponentów niezwykle duże znaczenie na konkurencyjność Grupy Apator mają wahania kursów walutowych. Generalizując Apator jest importerem USD i eksporterem EUR. W 2018 roku zmiany kursów dwóch najważniejszych dla spółki walut, czyli dolara i euro były korzystne. Średni kurs PLN/USD w 2018 r. wyniósł 3,61 podczas gdy w 2017 wynosił on 3,78. Z kolei osłabienie EUR wobec USD od połowy 2018 do teraz jest trendem niekorzystnym dla spółki - co może negatywnie wpłynąć na wyniki.

## **RYNEK**

### **Energia Elektryczna**

Grupa Apator istotną część swoich przychodów generuje poprzez sprzedaż produktów oraz świadczenie usług w segmencie energii elektrycznej. Według danych za 2018 rok segment ten stanowił ok. 46 proc. przychodów dla działalności kontynuowanej i zaniechanej. Zdecydowana większość przychodów w branży energetycznej, bo aż 82 proc. zostało wygenerowane w kraju, dlatego też sytuacja w Polsce jest niezwykle istotna dla Spółki.

Według danych GUS rok 2018 był stosunkowo dobry dla rynku, ponieważ w tym okresie sprzedaż liczników energii wzrosła o 27 proc. w ujęciu rok do roku. Dodatkowo w okresie tym wzrosła liczba wydawanych pozwoleń na budowie o 2,7 proc., zaś liczba oddawanych do użytku budynków i mieszkań wzrosła o 3,6 względem roku 2017. Pomimo, że w branży budowlanej, która jest jednym z kluczowych odbiorców produktów Grupy Apator, panuje obecnie ożywienie, to coraz częściej boryka się ona z licznymi problemami takimi jak niedobór wykwalifikowanych pracowników, rosnące koszty materiałów czy opóźnienia w płatnościach. Duży wpływ na branżę energii elektrycznej będzie mieć zmiana regulacji prawnych, które m.in. określą tempo wdrożenia smart meteringu w Polsce.

Wyraźnym trendem dostrzegalnym w segmencie jest rosnąca liczba zamówień w sferze „zielonej energetyki” oraz energooszczędnego oświetlenia. Rozwiązania tego typu sprawiają z kolei, że rośnie zapotrzebowanie na zaawansowane rozwiązania do lokalnego pomiaru, monitorowania oraz automatycznego zarządzania energią w klastrach. Ponadto obserwowalny trend rodzi popyt na nowoczesne technologie komunikacyjne i systemy zdalnego odczytu i sterowania, które są używane także w smart meteringu. Kolejna obserwowana tendencja w segmencie energetyki związana jest z podnoszeniem efektywności energetycznej oraz elastycznością zużycia energii.

Trend ten wzmacniany jest dodatkowo przez rosnące ceny energii elektrycznej w Polsce, przejściowo hamowane dla segmentu gospodarstw domowych regulacjami obniżającymi akcyzę na energię. Sytuacja podwyżek cen będzie sprzyjała efektywniejszemu gospodarowaniu energią, które z kolei sprzyja rozwojowi sprzedaży urządzeń mierzących oraz systemów analizujących zużycie energii.

Rosnące zapotrzebowanie na nowoczesne rozwiązania w segmencie elektrycznym w najbliższym okresie będzie napędzane również przez stałe wymiany legalizacyjne elektronicznych liczników komunalnych. Ponadto przepisy prawne obligują odbiorców przemysłowych i komercyjnych do monitorowania swojego zużycia energii elektrycznej w trybie zdalnym, co oznacza w konsekwencji instalację nowych liczników energii elektrycznej, wyposażonych w dodatkowe funkcje.

Kolejnym aspektem determinującym rozwój segmentu energii elektrycznej w Polsce są przeprowadzone pod koniec 2018 r. aukcje Rynku Mocy, jak również wprowadzenie opłaty mocyowej przeznaczonej na modernizację i budowę nowych zawodowych elektrowni oraz usług zarządzania popytem DSM/DSR. W konsekwencji przyczyniło się to do znaczącego ożywienia na rynku wytwarzania i przesyłu energii. Ożywienie to z kolei sprzyja inwestycjom w automatyzację wytwarzania i przesyłu energii, stwarzając dobre perspektywy sprzedaży aktywnych systemów zarządzania majątkiem sieciowym (EAM) w kolejnych okresach oraz zwiększa popyt na zautomatyzowaną aparaturę łączeniową.

W ostatnich latach wyraźnie widać wzrost aktywności wielu firm związanych z budową źródeł OZE czy rozwojem platform dla przemysłu 4.0. Aspekty te wymagają coraz szerszego stosowania systemów i urządzeń do nadzoru i sterowania siecią. Przyłączenie nowych niestabilnie pracujących źródeł OZE oraz tzw. „niespokojnych” odbiorników, do których zaliczają się stacje ładowania EV wymaga nie tylko wzmocnienia sieci, ale także jej uelastycznienia, które można osiągnąć tylko przez zastosowanie systemów SCADA wzbogaconych o funkcjonalności DSM. Przewidujemy, że zwiększy się popyt na mikrosystemy HES zdalnego opomiarowania stosowane na bardziej rozbudowanych stacjach ładowania.

Mimo, że od strony popytowej sytuacja w segmencie energii elektrycznej wygląda korzystnie to problem stanowić może nierównowaga na rynku dostaw. Jednym z kluczowych problemów z którymi musi zmierzyć się branża to wydłużające się terminy dostaw kluczowych komponentów, które w głównej mierze pochodzą z Chin. Sytuacja ta stawia europejskich producentów elektroniki w pozycji mniej korzystnej w porównaniu do producentów azjatyckich, których czas oczekiwania na dostawę może być krótszy. Zjawisko jest szczególnie uciążliwe dla przedsiębiorstw dostarczających wyroby elektroniczne w trybie zamówień publicznych, co może mieć kluczowe znaczenie w kolejnych przetargach na rynku europejskim.

### **Woda i Ciepło**

Rynek opomiarowania wody i ciepła w Polsce charakteryzuje się dużym rozproszeniem po stronie popytu. Odbiorcami produktów są m.in. wodociągi, przedsiębiorstwa energii cieplnej, spółdzielnie i wspólnoty mieszkaniowe, a także podmioty z sektora budownictwa i przemysłu. Udział tego segmentu w sprzedaży ogółem Grupy Apator wyniósł 30,6 proc. Działalność segmentu Woda i Ciepło jest w znacznej mierze determinowana rozwojem gospodarczym oraz rozwojem budownictwa. Dane GUS za 2018 rok wskazują na spadek produkcji sprzedanej wodomierzy o 14,5 proc. przy jednoczesnym wzroście liczby przyłączy do sieci ciepłowniczej w Polsce, co jest związane z rozwojem budownictwa, a w przypadku ciepłomierzy także z likwidacją niskich emisji, skutkującą wzrostem liczby przyłączy do sieci ciepłowniczych. Innym aspektem, który określa obecnie rozwój tego segmentu jest spadek popytu na podzielniki kosztów związany z nasyceniem tego segmentu rynku. Należy zaznaczyć jednak, że jest on rekompensowany przez wzrost zapotrzebowania na ciepłomierze elektroniczne. Ponadto tak jak w przypadku segmentu energii elektrycznej coraz większą rolę odgrywać będą rozwiązania smart, które wymagają przede wszystkim dokładniejszych metod pomiaru, jakimi są np. wodomierze ultradźwiękowe. Dużym zainteresowaniem rozwiązania tego typu cieszą się w krajach Bliskiego Wschodu takich jak: Arabia Saudyjska, Zjednoczone Emiraty Arabskie, Jordania. Innym ciekawym czynnikiem, który może determinować popyt na rozwiązania z segmentu Woda i Ciepło mogą być programy pomocowe z UE i Banku Światowego dla krajów afrykańskich przeznaczone na poszerzenie dostępu do wody pitnej. Zmiany w całym sektorze sprawiają w konsekwencji, że rośnie na nim konkurencja, zarówno ze strony firm lokalnych, jak i dostawców zagranicznych.

## Gaz

Głównymi odbiorcami spółek Grupy Apator w segmencie Gaz są odbiorcy instytucjonalni oraz spółki gazownicze. Segment ten stanowił w 2018 r. 21,7 proc. sprzedaży ogółem, która w najbliższych latach będzie w znacznej mierze determinowana znacznymi zmianami w obserwowalnych trendach. Rynek gazu ulega obecnie licznym przemianom. Obecnie dostrzec można w skali UE nieznaczny, ale stały trend spadku zapotrzebowania na gaz ziemny sieciowy przesyłany rurociągami z kierunku wschodniego oraz znaczny wzrost zapotrzebowania na gaz ziemny w Azji. Ponadto w Europie gaz ziemny z kierunku wschodniego jest stopniowo zastępowany LNG sprowadzanym za pomocą transportu morskiego i magazynowanym w terminalach gazowych. Również w tym segmencie, tak jak w przypadku energii elektrycznej coraz częściej stawia się na bardziej ekologiczne rozwiązania, które będą wpisywały się w politykę klimatyczną UE. Mowa tutaj np. o rosnącym udziale biogazu w gazie sieciowym czy też coraz częstszym wykorzystywaniu wodoru. W konsekwencji tych zmian przewiduje się stabilizację zużycia gazu sieciowego w Europie przy jednoczesnym nieznacznym spadku cen.

Kolejną widoczną tendencją w segmencie gazu jest wzrost zapotrzebowania na nowoczesne gazomierze oferujące dodatkowe funkcje takie jak np. zdalny odczyt, funkcje odcinania przepływu gazu, korekcja temperatury czy ciśnienia. Rozwiązania tego typu są coraz częściej wymagane przez prawo. Pierwszym krajem, w którym wprowadzono tego typu przepisy była Holandia, obecnie tego typu urządzenia są wymagane również w Francji, Wielkiej Brytanii, Włoszech czy Belgii. Również Polska ma plany wdrożenia inteligentnych gazomierzy.

Pomimo rosnącego zapotrzebowania na gazomierze, na rynku można zauważyć znaczący spadek cen. Widać to wyraźnie na rynkach włoskim, brytyjskim i holenderskim. Problem ten dotyczy się zarówno gazomierzy tradycyjnych, jak i inteligentnych. Innym kluczowym obostrzeniem regulującym funkcjonowanie segmentu jest nieustanna konieczność zdobywania dodatkowych certyfikatów potwierdzających bezpieczeństwo przekazywania danych oraz interoperacyjność gazomierzy.

### Wycena

Nasza wycena bazuje na modelu DCF. Dodatkowo zaprezentowaliśmy wycenę porównawczą, uwzględniając spółki z sektora budowlanego. Model DCF złożony jest z dwóch faz. W fazie pierwszej (2019P-2022P) szczegółowo prognozujemy wszystkie kluczowe parametry potrzebne do wyceny spółki, a w szczególności wartość przychodów, nakłady inwestycyjne, poziom kosztów i pozycje bilansu. Faza druga trwa od 2022P. W drugiej fazie zakładamy stałą stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 0 proc. rocznie. Używamy stopy dyskontującej opartej na WACC. Stopa wolna od ryzyka przyjęta jest na poziomie 3,2 proc. Beta jest założona na poziomie 1,0x. Premię za ryzyko rynkowe przyjęliśmy na poziomie 5,0 proc. Dyskontujemy wszystkie wolne przepływy pieniężne dla firmy na dzień 31 grudnia 2018 r. i odejmujemy prognozowany dług netto (dodajemy gotówkę netto). Dodatkowo skorygowaliśmy liczbę akcji o niedawno umorzone akcje i pakiet akcji własnych w posiadaniu Apator (10,6 proc. akcji własnych, 3,5 mln akcji).



Model DCF						
mln PLN	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2022P<
EBIT	92,7	100,6	100,0	100,6	102,9	102,9
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<b>NOPLAT</b>	<b>75,1</b>	<b>81,5</b>	<b>81,0</b>	<b>81,5</b>	<b>83,3</b>	<b>83,3</b>
CAPEX	-52,5	-77,0	-73,0	-73,0	-73,0	-72,1
Amortyzacja	41,8	43,7	48,4	51,7	54,0	54,0
Zmiany w kapitale obrotowym	-35,9	-6,0	-7,1	-5,4	-6,8	-6,7
<b>FCF</b>	<b>28,5</b>	<b>42,1</b>	<b>49,3</b>	<b>54,8</b>	<b>57,5</b>	<b>58,5</b>
WACC	7,2%	7,3%	7,4%	7,5%	7,4%	7,4%
Współczynnik dyskonta	0,00	0,00	0,93	0,87	0,81	
DFCF	0,00	0,0	45,9	47,5	46,3	
Wzrost w fazie II	0,0%					
Suma DFCF - Faza I	139,7					
Suma DFCF - Faza II	<b>638,6</b>					
Wartość Firmy (EV)	<b>778,3</b>					
Dług netto	130,1					
Aktywa poza operacyjne	0,0					
<b>Wartość godziwa</b>	<b>648,2</b>					
Liczba akcji (mln szt.)	29,3					
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2019	22,1					
<b>Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)</b>	<b>25,0</b>					
Cena bieżąca	24,2					
Oczekiwana stopa zwrotu	3,5%					

Źródło: prognozy DM PKO BP

WACC						
	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2022P<
Stopa wolna od ryzyka	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
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	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,2%</b>
<b>Koszt długu</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>
Waga kapitału własnego	72,9%	74,4%	77,7%	79,7%	82,0%	77,0%
Waga długu	27,1%	25,6%	22,3%	20,3%	18,0%	23,0%
<b>WACC</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,4%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,4%</b>

Źródło: prognozy DM PKO BP

#### Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC	6,4%	25,0	26,7	28,7	31,0	33,7
	6,9%	23,5	25,0	26,7	28,7	31,0
	7,4%	22,2	23,5	25,0	26,7	28,7
	7,9%	21,0	22,2	23,5	25,0	26,7
	8,4%	20,0	21,0	22,2	23,5	25,0

Źródło: DM PKO BP

### Analiza porównawcza

Spółki porównywalne: wskaźniki

Spółka	P/E			EV/EBITDA		
	2018	2019P	2020P	2018	2019P	2020P
Alumetal	8,2	12,1	10,2	6,0	9,0	8,0
Amica	8,0	8,7	8,7	6,2	6,0	6,1
Forte	20,4	13,0	11,3	11,2	8,9	8,1
Kęty	11,7	11,5	11,1	8,5	8,3	7,8
Mangata	8,4	9,0	9,2	6,4	6,0	6,1
Famur	11,3	9,7	10,6	5,7	5,0	5,2
Sanok RC	9,9	13,0	15,2	6,2	8,0	8,0
Wielton	8,3	8,6	10,8	6,4	6,1	6,8
<b>MEDIANA</b>	<b>9,2</b>	<b>10,6</b>	<b>10,7</b>	<b>6,3</b>	<b>7,1</b>	<b>7,3</b>
Apator (DM PKO BP)	10,3	9,3	9,5	6,1	5,7	5,6
premia/dyskonto	13%	-12%	-11%	-3%	-19%	-24%

Źródło: w oparciu o konsensus Bloomberg; DM PKO BP

Naszą wycenę opieramy na modelu DCF. Analizie porównawczej przypisujemy wagę 0 proc. Analiza porównawcza wskazuje, że Apator jest notowany z pewnym dyskontem w stosunku do spółek porównywalnych. Wskazujemy, że może to być związane z faktem kapitalizowania sporej części kosztów B+R przez Apator (co ma pozytywny wpływ zarówno na wskaźnik P/E jak i EV/Ebitda).

## Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	725	769	869	895	829	876	903	925	953
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	508	560	649	659	568	613	638	654	675
Zysk brutto ze sprzedaży	217	208	220	236	261	263	265	271	278
<b>EBITDA</b>	<b>131</b>	<b>111</b>	<b>109</b>	<b>102</b>	<b>135</b>	<b>144</b>	<b>148</b>	<b>152</b>	<b>157</b>
Koszty sprzedaży	34	36	39	44	42	42	43	44	45
Koszty ogólnego zarządu	81	96	105	122	120	121	123	127	131
Pozostałe przychody operacyjne	0	2	-4	-9	-8	-1	-1	-1	-1
Zysk z działalności operacyjnej	106	80	74	63	93	101	100	101	103
Saldo działalności finansowej	-1	-1	-6	-5	1	-4	-4	-4	-4
Zysk przed opodatkowaniem	105	78	68	58	93	97	96	96	99
Podatek dochodowy	21	15	7	16	23	18	18	18	19
Zyski (straty) mniejszości	1	3	2	1	3	3	3	3	3
Zysk (strata) netto	84	60	59	43	69	76	75	76	78
<b>Bilans</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>
<b>Aktywa Trwałe</b>	<b>357</b>	<b>430</b>	<b>447</b>	<b>461</b>	<b>455</b>	<b>475</b>	<b>488</b>	<b>499</b>	<b>508</b>
Wartości niematerialne i prawne	129	199	206	212	216	216	216	216	216
Rzeczowe aktywa trwałe	170	184	185	195	195	215	228	239	248
Inwestycje	17	7	7	8	7	7	7	7	7
Pozostałe aktywa długoterminowe	41	40	49	46	38	38	38	38	38
<b>Aktywa Obrotowe</b>	<b>338</b>	<b>364</b>	<b>399</b>	<b>379</b>	<b>385</b>	<b>365</b>	<b>378</b>	<b>387</b>	<b>380</b>
Zapasy	102	127	156	126	171	159	166	170	175
Należności	170	191	218	196	176	184	190	194	200
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	2	3	3	6	5	5	5	5	5
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	65	44	22	50	33	18	18	19	0
<b>Aktywa razem</b>	<b>695</b>	<b>795</b>	<b>847</b>	<b>839</b>	<b>840</b>	<b>841</b>	<b>866</b>	<b>886</b>	<b>888</b>
<b>Kapitał Własny</b>	<b>388</b>	<b>421</b>	<b>448</b>	<b>455</b>	<b>480</b>	<b>514</b>	<b>543</b>	<b>572</b>	<b>602</b>
Kapitały mniejszości	2	5	6	5	6	6	6	6	6
<b>Zobowiązania</b>	<b>308</b>	<b>374</b>	<b>398</b>	<b>384</b>	<b>360</b>	<b>326</b>	<b>323</b>	<b>315</b>	<b>195</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>103</b>	<b>129</b>	<b>96</b>	<b>66</b>	<b>52</b>	<b>49</b>	<b>48</b>	<b>46</b>	<b>28</b>
Kredyty i pożyczki	72	83	55	32	24	21	20	18	0
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>204</b>	<b>245</b>	<b>302</b>	<b>319</b>	<b>308</b>	<b>277</b>	<b>275</b>	<b>269</b>	<b>167</b>
Kredyty i pożyczki	94	113	140	136	139	124	117	106	0
Zaliczki	38	52	45	61	61	48	50	51	53
Zobowiązania handlowe i pozostałe	53	66	94	89	83	86	89	92	94
<b>Pasywa razem</b>	<b>695</b>	<b>795</b>	<b>847</b>	<b>839</b>	<b>840</b>	<b>841</b>	<b>866</b>	<b>886</b>	<b>798</b>
<b>Rachunek Przepływów Pieniężnych</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	93	58	62	151	95	111	121	126	129
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-133	-61	-41	-64	-45	-73	-70	-72	-72
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	81	-18	-43	-59	-67	-62	-59	-62	-174
<b>Wskaźniki (%)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>
ROE	23,4%	14,9%	13,6%	9,4%	14,7%	15,3%	14,1%	13,5%	13,2%
Dług netto	101,1	151,7	172,4	117,9	130,1	128,1	118,5	105,9	0,0

Źródło: prognozy DM PKO BP

## KONTAKTY

### Biuro Analiz Rynkowych

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
Piotr Łopaciuk	(przemysł, gry)	(022) 521 48 12	piotr.lopaciuk@pkobp.pl

### Biuro Strategicznych Klientów Indywidualnych

Paweł Kodym	(dyrektor)	(022) 521 80 14	pawel.kodym@pkobp.pl
Michał Petruczeńko		(022) 521 79 69	michal.petruczenko@pkobp.pl
Ewa Kalinowska		(022) 521 79 88	ewa.kalinowska.2@pkobp.pl
Grzegorz Klepacki		(022) 521 78 76	grzegorz.klepacki@pkobp.pl
Joanna Makowska		(022) 342 99 34	joanna.makowska@pkobp.pl
Jacek Gaszewski		(022) 342 99 28	jacek.gaszewski@pkobp.pl
Ewald Wyszymirski		(022) 521 78 39	ewald.wyszymirski@pkobp.pl
Przemysław Lasota		(022) 580 33 14	przemyslaw.lasota@pkobp.pl
Tomasz Zabrocki		(022) 521 82 13	tomasz.zabrocki@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: Rekomendującą), 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 partycularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyłącznie na potrzeby klientów DM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następujących dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

Niniejsza rekomendacja została sporządzona na indywidualne zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., za wynagrodzeniem. Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. przysługują autorskie prawa tych raportów.

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.

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.

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, że 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 sporządzanie rekomendacji. 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. Modelu 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 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

Rekomendacji może zostać nadany status „W TRAKCIE REWIZJI”, który oznacza, że na skutek nieoczekiwane zdarzenia wydana rekomendacja przestaje obowiązywać, a DM PKO BP prowadzi badania inwestycyjne, zmierzające do jej aktualizacji. Efektem badań inwestycyjnych będzie wydanie nowej rekomendacji.

Rekomendacji może zostać nadany status „ZAWIESZONA”, który oznacza, że DM PKO BP wstrzymał prowadzenie Badań Inwestycyjnych. Po wznowieniu Badań Inwestycyjnych aktualna staje się ostatnio wydana Rekomendacja.

Rekomendacje wydawane przez DM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, 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.

#### 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.

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 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.

Ilekoć w treści rekomendacji podaje się cenę instrumentu finansowego, należy przyjąć, że jest to cena z poprzedniego dnia notowań, z godziny 17:58.

Poniżej wykaz wszystkich rekomendacji sporządzonych przez DM PKO BP w okresie ostatnich 12 miesięcy w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego”:

Spółka	Rekomendacja	Data rekomendacji	Cena docelowa	Cena odnośna*	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E			EV/EBITDA			Analityk
						2018	2019P	2020P	2018	2019P	2020P	
Asseco SEE	Kupuj	19-07-19	20.50	17.6	913.34	9.51	12.41	11.85	4.01	5.61	5.15	Małgorzata Żelazko
Aparator	Trzymaj	20-07-19	25.00	24.3	711.19	10.56	9.36	9.51	6.88	6.47	6.22	Piotr Łopaciuk

\*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu