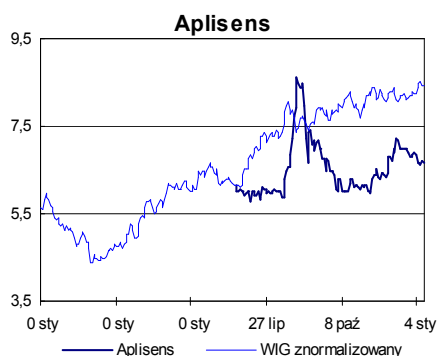




# Aplisens

Kupuj

10,00 zł



## Dane podstawowe

cena rynkowa (zł)	6,65
kurs docelowy (zł)	10,00
wycena DCF (zł)	10,71
min 52 tyg (zł)	5,80
max 52 tyg (zł)	8,60
kapitalizacja (mln zł)	83,13
EV (mln zł)	64,76
liczba akcji (mln szt.)	12,50
free float	20,0%
free float (mln zł)	16,62
śr. obrót/msc (mln zł)	0,43

Zmiana kursu	Aplisens	WIG
1 miesiąc	-3,5%	2,5%
3 miesiące	10,6%	6,4%
6 miesięcy	10,8%	24,7%
12 miesięcy	-	35,9%

Akcjonariat	% akcji i głosów
A. Żurawski	16,82
M. Dawidonis	16,00
J. Szewczyk	16,00
P. Zubkow	10,40
M. Karczmarczyk	10,40

Poprzednie rekom.	data	cena doc.
-	-	-

## Dom Maklerski PKO BP SA

ul. Puławska 15  
02-515 Warszawa  
tel. (0-22) 521-80-00

Analityk:

Michał Sztabler

tel. (0-22) 521-79-13

e-mail: michal.sztabler@pkobp.pl

Informacje na temat powiązań pomiędzy DM a spółką znajdują się na ostatniej stronie niniejszego opracowania

## Wyniki 2009 r.

Z uwagi na kryzys gospodarczy skutkujący ograniczeniem inwestycji (przede wszystkim na ważnych dla Aplisensa rynkach eksportowych tj. w krajach WNP) spółce nie udało się zrealizować planów finansowych podanych w prognozie emisyjnym. Skutkowało to korektą prognoz w połowie 2009 r. Na poziomie przychodów spodziewamy się realizacji niższej od skorygowanej prognozy zarządu, natomiast EBIT oraz zysk netto prognozujemy na poziomach wyższych niż oficjalna prognoza spółki. Zmiany nie będą większe niż 10%, dlatego nie należy oczekiwać kolejnej korekty prognoz.

## Perspektywy średnioterminowe

Poprawa sytuacji na rynku rosyjskim oraz dalszy wzrost sprzedaży w kraju (efekt poczynionych inwestycji, w tym poszerzenie oferty o nowe produkty) i na rynki zachodnie powinny przynieść w 2010 r. 15-20 –proc. wzrostu sprzedaży Aplisens SA i 50-proc. wzrostu sprzedaży w Rosji. W 2011 skonsolidowane przychody według naszych prognoz wzrosną do 58 mln zł (CAGR 2009-2011 =9%), co jest poziomem niższym niż planowana pierwotnie sprzedaż w roku 2009. Wzrost przychodów i efekty prowadzonych procesów optymalizacyjnych pomogą w utrzymaniu rentowności na dotychczasowym poziomie (przynajmniej 45% marży brutto na sprzedaży, historycznie było to ok. 50%). Nie widzimy powodu do wzrostu kosztów stałych. Spółka dysponuje wolnymi środkami pozyskanymi z emisji akcji dlatego ma zapewnione finansowanie inwestycji na najbliższe lata. Liczymy, że po zakończeniu programu inwestycyjnego zarząd powróci do polityki wypłaty dywidendy.

## Wycena i rekomendacja

Wyraźnie widać premie do średnich rynkowych, z jakimi notowane są zagraniczne firmy operujące na rynku AKPiA (aparatury kontrolno-pomiarowej i automatyki). Przyjmując nawet, że wysokie wskaźniki w roku 2009 wynikają z osłabienia koniunktury, to jednak już na bieżący rok zakłada się poprawę wyników i spadek wskaźników. Przy prognozach na 2010 r. spółki zagraniczne notowane są przy P/E≈20. Większość z wymienionych w raporcie firm zagranicznych to duże podmioty, często o zasięgu światowym, działające na wielu rynkach w ujęciu geograficznym jak i branżowym, przez co ryzyko gwałtownego spadku wyników jest niższe. Porównując do nich Aplisens należałoby uwzględnić pewne dyskonto w wycenie. Naszym zdaniem nie powinno być one jednak większe niż 20-30%. Wycena wskaźnikowa liczona dla grupy zagranicznych firm dała wartość 10,7 zł/akcję (bez dyskonta korygującego 14,3 zł/akcję). Z kolei porównując do firm krajowych otrzymaliśmy wycenę 9,3 zł/akcję. Na bazie modelu DCF oszacowaliśmy wartość 1 akcji na 10,7 zł. **Oczekując wyraźnej poprawy wyników w 2010 r. oraz mając na uwadze wysokie wyceny spółek porównywalnych wydajemy rekomendację KUPUJ z ceną docelową 10 zł.** Walory APN charakteryzują się niską płynnością, co traktujemy jako ryzyko inwestowania w akcje tej firmy. W maju br. wygasa jednak lock-up na 9 mln akcji. Wzrost podaży na mało płynnym rynku może skutkować spadkiem kursu, jednak dla wybranych inwestorów może stanowić doskonałą okazję do zaangażowania się w firmę.

## Dane finansowe (skonsolidowane)

mln zł	2008	2009p	2010p	2011p	2012p
Sprzedaż	45,16	45,60	52,65	58,00	59,45
EBITDA	13,24	11,34	14,18	16,61	16,72
EBIT	11,18	9,15	11,82	13,88	14,23
Zysk netto	9,06	7,39	9,91	11,24	11,67
Zysk skorygowany	9,06	7,39	9,91	11,24	11,67
EPS (zł)	0,91	0,59	0,78	0,88	0,90
DPS (zł)	0,00	0,00	0,39	0,44	0,45
CEPS (zł)	1,11	0,77	0,97	1,09	1,09
P/E	7,34	11,24	8,52	7,58	7,42
P/BV	1,34	1,18	1,25	1,15	1,08
EV/EBITDA	3,63	5,71	4,66	4,02	4,08

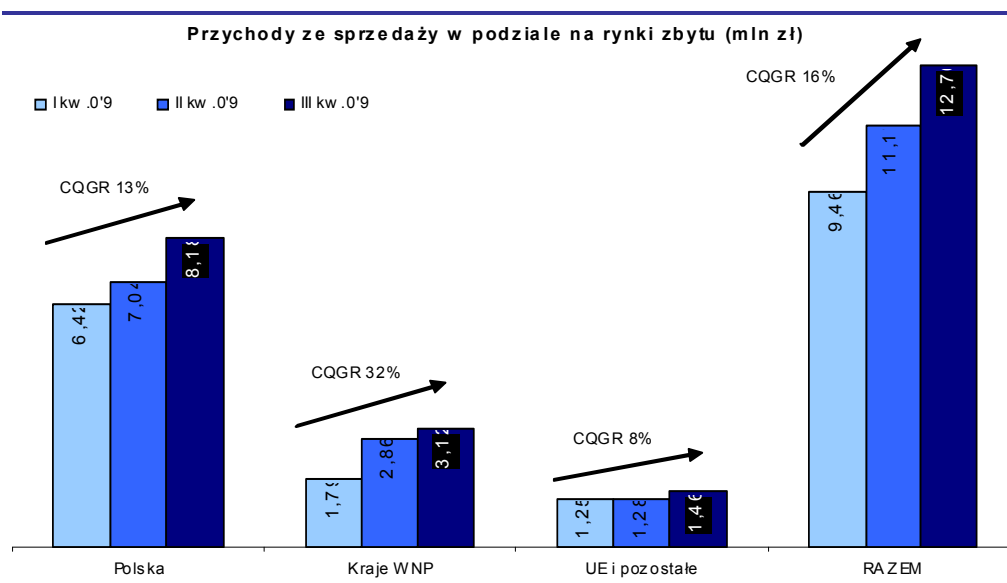
### Wyniki po 3 kwartałach

Po słabym początku 2009 r., III kwartał przyniósł poprawę wyników Aplisens, zarówno na poziomie przychodów jak i rentowności. Choć III kwartał tradycyjnie jest najlepszy dla spółki, to jednak w 2009 r. okres ten był wyjątkowo udany. Rosnące przychody to m.in. efekt poprawy sytuacji na rynkach wschodnich (wzrost inwestycji w branży petrochemicznej – głównego odbiorcy produktów APN w Rosji) oraz wyższej sprzedaży na rynki Europy Zachodniej (skutki kryzysu i poszukiwania tańszych zamienników dla dotychczas stosowanych urządzeń). W III kwartale zanotowano także wysoką rentowność brutto na sprzedaży (53,8% vs. 49,8% w III kw. '08 i 40% w I pół.'09). Pozwoliło to wykazać zysk netto w samym III kwartale wyższy niż w analogicznym okresie 2008 r. i w całej I połowie 2009 r. Zwracamy uwagę, że wzrost sprzedaży r/r wynika także z włączenia do grupy nowej firmy – Controlmatica. Dlatego dla zachowania porównywalności zaprezentowaliśmy poniżej dane pro forma za 3 kwartały 2008 uwzględniające wyniki przejętej we wrześniu 2008 r. firmy. Spółka ta zakończyła 2008 r. stratą, a zyski w 2009 r. będą symboliczne.

Aplisens (mln zł)	III kw. 2009	III kw. 2008	r/r	I-III kw. 2009	I-III kw. 2008	r/r	I-III kw. 2009 pro forma
<b>Przychody</b>	<b>12,76</b>	<b>11,09</b>	15,1%	<b>33,39</b>	<b>31,66</b>	5,5%	<b>38,83</b>
Koszt własny sprzedaży	<b>5,90</b>	<b>5,57</b>	5,9%	<b>18,22</b>	<b>16,69</b>	9,2%	<b>22,23</b>
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>6,87</b>	<b>5,52</b>	24,3%	<b>15,17</b>	<b>14,97</b>	1,3%	<b>16,60</b>
- rentowność br. na sprz.	53,8%	49,8%		45,4%	47,3%		42,8%
<b>EBITDA</b>	<b>4,29</b>	<b>3,51</b>	22,0%	<b>8,27</b>	<b>9,78</b>	-15,5%	<b>9,36</b>
- amortyzacja	0,47	0,43	9,8%	1,69	1,35	25,3%	1,51
- rentowność EBITDA	33,6%	31,7%		24,8%	30,9%		24,1%
<b>EBIT</b>	<b>3,82</b>	<b>3,08</b>	23,7%	<b>6,58</b>	<b>8,43</b>	-22,0%	<b>7,86</b>
- rentowność EBIT	29,9%	27,8%		19,7%	26,6%		20,2%
Przychody finansowe	<b>0,31</b>	<b>0,04</b>	689,7%	<b>0,61</b>	<b>0,20</b>	205,5%	<b>0,20</b>
Koszty finansowe	<b>0,27</b>	<b>0,07</b>	269,9%	<b>0,65</b>	<b>0,18</b>	259,7%	<b>0,22</b>
<b>Zysk netto</b>	<b>3,05</b>	<b>2,37</b>	28,9%	<b>5,16</b>	<b>6,81</b>	-24,3%	<b>6,20</b>
- rentowność netto	23,9%	21,3%		15,4%	21,5%		16,0%
<b>Zadłużenie netto</b>	<b>-18,36</b>	<b>-2,32</b>	691,5%				
- w tym gotówka	<b>18,36</b>	<b>2,65</b>	593,7%				
- w tym zadłużenie oprocentowane	<b>0,00</b>	<b>0,33</b>	-100,0%				
liczba akcji (mln szt.)	12,50	10,00	25,0%				
kurs (zł)	7,00	7,00					
EPS (narastająco 4 kwartały) (zł)	0,68	b.d.					
P/E	<b>10,29</b>	<b>b.d.</b>					
EV/EBITDA	<b>5,89</b>	<b>b.d.</b>					

Źródło: Aplisens, DM PKO BP SA

Zarząd zwraca uwagę na systematyczny wzrost przychodów w ujęciu kwartalnym: 9,5 mln zł w I kwartale, 10,2 mln zł w II kwartale i 12,8 mln zł w III kwartale. Pozytywnie należy przyjąć przede wszystkim stopniowe odbudowywanie sprzedaży na rynki WNP, które wciąż stanowią podstawowy kierunek eksportu produktów Aplisens.



Źródło: Aplisens, DM PKO BP SA

### Realizacja prognozy na 2009

W prospekcie emisyjnym zarząd Aplisens podał bardzo ambitne plany finansowe na 2009 r.: wzrost sprzedaży o 36% i zysku netto o 22%. Cele te oparto na założeniu, że w całym roku konsolidowane będą wyniki firmy Controlmatica, czyli tylko z tego tytułu przychody wzrosną o min. 6 mln zł. Oczekiwano także większej sprzedaży na rynki wschodnie oraz utrzymania wysokiej dodatniej dynamiki na rynku krajowym. Praktycznie żadne z tych założeń się nie sprawdziły: Controlmatica doświadcza kryzysu branży stoczniowej (ok. 25% przychodów firmy pochodzi od klientów powiązanych z tym sektorem), załamała się sprzedaż Aplisens na rynki WNP (szczególnie w I połowie roku), a sprzedaż w Polsce rośnie wolniej niż oczekiwano (w segmencie sond paliwowych spadek przychodów w I półroczu wyniósł aż 40%). Zarząd nie zdecydował się przy tym na radykalną redukcję kosztów, przez co po 9 miesiącach 2009 r. EBIT jak i zysk netto były niższe niż rok wcześniej. Z uwagi na okoliczności rynkowe zarząd zweryfikował swoje założenia i przedstawił nową prognozę na 2009 r. Zakłada ona symboliczny wzrost przychodów (+6%) i spadek zysku netto o ponad 20%. Po 3 kwartałach Aplisens wykonał już 70% planowanej sprzedaży i ok. 73% planowanego zysku netto. Na ostatnie miesiące roku pozostało do wykonania 14,5 mln zł przychodów i ok. 2 mln zł zysku netto. W 2008 r. spółka miała w tym okresie 13,5 mln zł przychodów i 2,3 mln zł zysku netto. Biorąc pod uwagę sytuację na rynku uważamy, że poziom przychodów z roku 2008 trudno będzie osiągnąć, tym bardziej, że IV kwartał nie jest najlepszym okresem w roku. Naszym zdaniem realne wydaje się powtórzenie wyniku sprzedaży z III kwartału (tj. 12-13 mln zł). Nie spodziewamy się utrzymania rentowności z III kwartału (54% na poziomie brutto na sprzedaży), jednak 45% jest jak najbardziej realne (efekty przyniosą wdrażane w grupie programy optymalizacji kosztów i poprawy efektywności). Koszty ogólne zapewne wzrosną z uwagi na ujęcie wyceny programu motywacyjnego (ok. 0,1 mln zł miesięcznie, począwszy od września br.). Oczekujemy pozytywnej kontrybucji wyniku na działalności finansowej (efekt zagospodarowanie posiadanych nadwyżek finansowych). Dlatego też zarówno EBIT jak i zysk netto mogą naszym zdaniem przekroczyć zrewidowane zamierzenia zarządu. Różnica nie będzie jednak znacząca. **Podsumowując: w całym 2009 r. na poziomie przychodów spodziewamy się realizacji niższej od prognozy zarządu, natomiast EBIT oraz zysk netto prognozujemy na poziomach wyższych niż oficjalna prognoza spółki. W każdym przypadku zmiany nie będą większe niż 10%, dlatego nie należy oczekiwać korekty prognoz.**

Aplisens (mln zł)	2008	2009P (IPO)	2009P (nowa)	2009P (PKO BP)
<b>Przychody</b>	45,16	62,62	48,03	45,60
Koszt własny sprzedaży	24,44	b.d.	b.d.	24,81
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	20,72	b.d.	b.d.	20,79
- rentowność brutto na sprzedaży	45,9%	-	-	45,6%
<b>EBITDA</b>	13,24	16,40	10,63	11,34
- amortyzacja	2,07	2,61	2,40	2,19
- rentowność EBITDA	29,3%	26,2%	22,1%	24,9%
<b>EBIT</b>	11,18	13,79	8,23	9,15
- rentowność EBIT	24,8%	22,0%	17,1%	20,1%
<b>Zysk netto</b>	9,06	11,08	7,11	7,39
- rentowność netto	20,1%	17,7%	14,8%	16,2%
liczba akcji (mln szt.)	10,0	12,5	12,5	12,5
kurs (zł)	6,65	6,65	6,65	6,65
EPS (zł)	0,91	0,89	0,57	0,59
<b>P/E</b>	<b>7,3</b>	<b>7,5</b>	<b>11,7</b>	<b>11,2</b>
<b>EV/EBITDA</b>	<b>4,9</b>	<b>4,0</b>	<b>6,2</b>	<b>5,8</b>

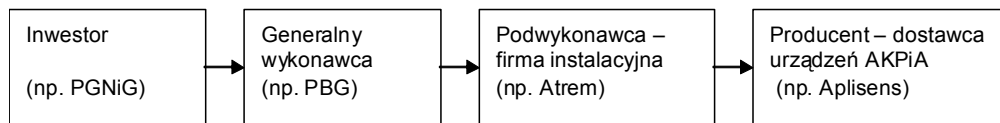
Źródło: Aplisens, DM PKO BP SA

### Działalność spółki

Aplisens jest producentem przemysłowej aparatury kontrolno-pomiarowej i elementów automatyki (tzw. AKPiA), jak np. urządzeń do pomiaru ciśnienia i temperatury, zaworów czy sond pomiaru poziomu paliwa. Wszystkie zaawansowane technologicznie komponenty do urządzeń (poza elementami elektronicznymi i krzemowymi czujnikami ciśnienia) produkowane są w obrębie grupy kapitałowej.

Produkowane przez Aplisens urządzenia znajdują zastosowanie w wielu gałęziach przemysłu takich jak: energetyka (ok. 25% sprzedaży firmy), gospodarka wodna (ok. 13%), przemysł chemiczny, petrochemiczny i gazowy (łącznie ok. 11%), spożywczy, farmaceutyczny, papierniczy. Generalnie przy zbiornikach lub instalacjach przemysłowych do przesyłu cieczy i gazu.

Głównym klientem Aplisens są firmy instalacyjno-montażowe lub służby utrzymania ruchu w jednostkach przemysłowych. Znaczna część sprzedaży (ok. 30%) kierowana jest do firm handlowych oraz inżynierskich, dlatego trudno w tym przypadku precyzyjnie zdefiniować odbiorcę końcowego. Spółka konkuruje na rynku przede wszystkim z międzynarodowymi koncernami (ABB, Siemens, Emerson). Między innymi z tego powodu nie należy liczyć na wzrost sprzedaży spółki z tytułu realizacji dużych projektów w energetyce. Podobnie jak było to w przypadku kluczowych inwestycji w branży petrochemicznej, kompleksowość oferty decydowała o wyborze rozwiązań konkurencji. Domeną Aplisens pozostaje przede wszystkim rynek wtórny, tzn. produkty APN wybierane są w momencie wymiany zużytych urządzeń. Zamienne produkty produkowane przez warszawską spółkę są często preferowane przez klientów z uwagi na niższą cenę przy tych samym parametrach technicznych. Miejsce Aplisens w łańcuchu wartości w przykładowej inwestycji przedstawia poniższy schemat.



Źródło: Aplisens, DM PKO BP SA

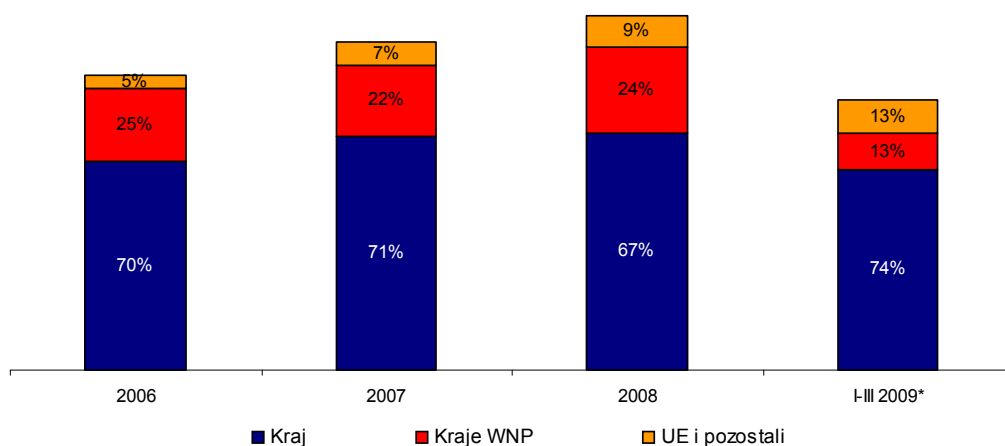
Obecnie w skład grupy kapitałowej Aplisens wchodzi 7 podmiotów, jednak kluczowe dla wyników grupy (oprócz samej spółki-matki) są:

- Controlmatica – spółka kupiona w III kw. 2008 r. zajmująca się produkcją elementów automatyki przemysłowej (główni klienci to przemysł stoczniowy, energetyka, chemia) – 100% należy do APN,
- Aplisens Moskwa – firma handlowa sprzedająca produkty APN na rynku rosyjskim – 100% należy do APN,
- Aplisens Białoruś – firma produkcyjno-handlowa oferująca produkty APN jak i własne produkowane w oparciu o technologie Aplisens na rynku białoruskim – 60% należy do APN.

Wszystkie ww. podmioty konsolidowane są metodą pełną.

W przychodach Aplisens dominuje sprzedaż na rynek krajowy. Duże znaczenie ma eksport, przede wszystkim do krajów WNP (Rosja, Białoruś, Ukraina). Kryzys gospodarczy i strategia ekspansji na wybranych rynkach UE spowodowały także znaczący wzrost sprzedaży na rynki zachodnie (klienci wybierali tańsze urządzenia oferowane przez Aplisens). Generalnie marże realizowane na eksporcie są niższe niż osiągnięte w kraju. W 2009 r. udział eksportu spadł, co wynika ze spadku eksportu na rynki wschodnie (szczególnie w I połowie roku) przy jednoczesnym zwiększeniu sprzedaży krajowej na skutek przejęcia Controlmatiki. Poniżej prezentujemy strukturę sprzedaży w podziale na główne rynki. Należy jednak przy tym zaznaczyć, że część sprzedaży kierowanej do Rosji oraz na Białoruś wykazywana jest dwukrotnie, co wynika z przyjętego modelu dystrybucji na tamte rynki (udział firm logistycznych, o czym szerzej piszemy w dalszej części raportu). Traktując sprzedaż do firm logistycznych jako formę sprzedaży wewnętrznej, skorygowaliśmy przychody z eksportu na tamte rynki (i jednocześnie łączną wartość przychodów) o wartość sprzedaży realizowanej tym kanałem dystrybucji. Z tego powodu dane te mają charakter szacunkowy.

## Geograficzna struktura sprzedaży

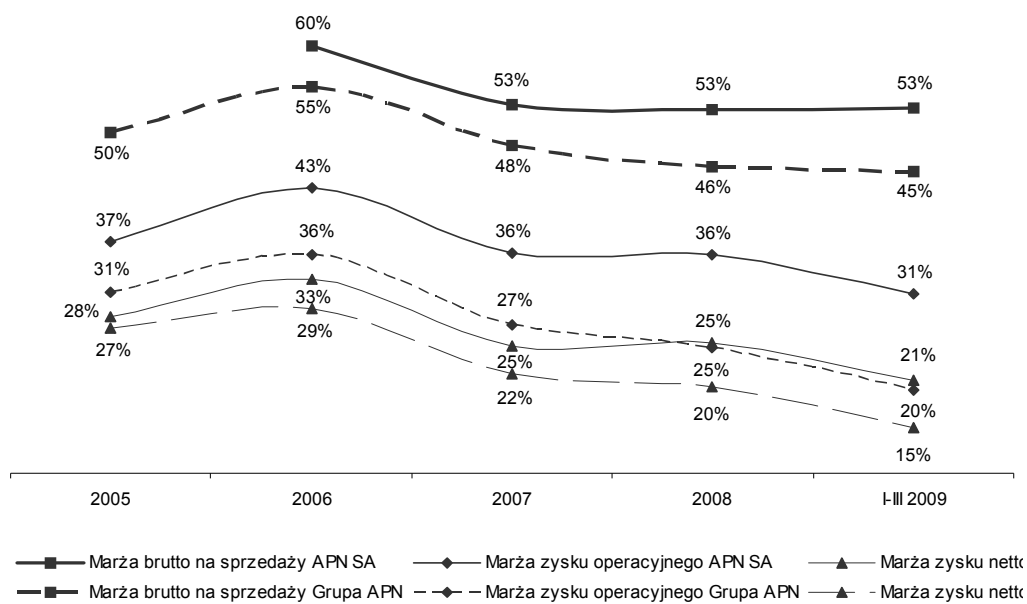


\* szacunki własne

Źródło: Aplisens, DM PKO BP SA

Duże zaawansowanie technologiczne produktów Aplisens pozwala generować wysokie marże na sprzedaży (45-50%) oraz EBIT (25-30%). Spółka prowadzi przy tym bardzo konserwatywną politykę finansową i nie posiada zadłużenia odsetkowego, dlatego rentowność netto w poprzednich latach przekraczała 20%. Sytuacja ta uległa pogorszeniu po przejęciu firmy Controlmatica, której działalność charakteryzuje się znacznie niższą rentownością. Koszty ogólne historycznie wynosiły ok. 20% przychodów. Po przejęciu Controlmatiki udział ten wzrósł o kilka pp. Ponadto na wzrost kosztów ogólnych wpłynęła również wycena programu motywacyjnego. Miesięczny koszt szacujemy na ok. 100 tys. zł.

## Rentowność Aplisens SA oraz grupy



Źródło: Aplisens, DM PKO BP SA

Analizując wyniki Aplisens SA oraz grupy kapitałowej wyraźna jest **koncentracja wyniku w podmiocie dominującym**. W latach 2005-2007 jednostkowy zysk netto stanowił ok. 90-95% wyniku całej grupy, a w 2008 r. zysk spółki-matki był nawet wyższy od skonsolidowanego z uwagi na straty Controlmatiki. Zyskowność spółek handlowych jest niska i wynika z profilu ich działalności. Spodziewamy się, że w 2009 r. spółki te przyniosą straty z uwagi na niższe przychody przy niewielkiej redukcji kosztów. Z kolei Controlmatica przeżywa problemy związane z zapaścią w branży stoczniowej i wynikającego m.in. z tego spadku sprzedaży. Aplisens wprowadził program restrukturyzacyjny w tej firmie, lecz nie oczekujemy istotnych zysków w Controlmatice w 2009 r.

### Model dystrybucji

Spółka wprowadziła specyficzny model dystrybucji swoich produktów na rynki państw WNP. Przy sprzedaży eksportowej w tamtym kierunku współpracuje z zewnętrzną firmą logistyczną: w pierwszym etapie Aplisens SA sprzedaje produkt do firmy logistycznej (wykazując wynik na sprzedaży), następnie firma ta odsprzedaje ten sam towar spółce handlowej należącej do grupy Aplisens i w ostatnim etapie spółka handlowa sprzedaje towar klientowi końcowemu na danym rynku (również wykazując na tym wynik). W ten sposób prowadzona jest sprzedaż na Białoruś oraz ok. 70% sprzedaży do Rosji. Pozostałe kierunki eksportowe obsługiwane są w tradycyjny sposób. **W wyniku tak rozliczanego eksportu przychody skonsolidowane są sztucznie podnoszone (udział dystrybucji tym kanałem szacujemy na 10-15%, wyjątkiem był rok 2008 – wówczas udział firm spedycyjnych wzrósł do 17%), jednak nie ma to istotnego przełożenia na generowane zyski.** Pośrednicy wynagradzani są w systemie prowizyjnym, a koszty z tego tytułu tylko nieznacznie przekraczają koszty logistyczne (które i tak musiałaby ponieść spółka eksportując towary na tamte rynki). Zarząd wskazuje, że przyjęty model sprawdza się przy eksporcie do krajów WNP i nie zamierza z niego rezygnować.

[tys. zł]	2005	2006	2007	2008
LOGISTIC-MB	0	1 391	3 094	1 464
M-System	3 026	3 097	2 388	5 998
Razem	3 026	4 488	5 482	7 462
% przychodów	11%	12%	13%	17%

Źródło: Aplisens, DM PKO BP SA

### Strategia rozwoju i plany inwestycyjne

Strategia spółki zakłada zarówno rozwój organiczny (nowe produkty, rozbudowa mocy wykonawczych w zakładach w Warszawie, Krakowie oraz Ostrowie Wielkopolskim, wejście na nowe rynki – w tym przede wszystkim krajów UE) jak i przejęcia innych podmiotów. Z uwagi na kryzys gospodarczy zarząd wstrzymał większość planowanych inwestycji w rozbudowę mocy wytwórczych. W obszarze akwizycji pozyskano tylko jeden podmiot – pod koniec 2008 r. kupiono za 4,3 mln zł udziały w spółce Controlmatica i docelowo przejęto pełną kontrolę nad tą firmą. **Zwracamy uwagę na ryzyko niewypracowania przewidywanych wyników i tym samym konieczność zweryfikowania wyceny spółki (wartość firmy ujęta w bilansie to 1,35 mln zł).**

Przeprowadzona w maju 2009 r. emisja akcji sfinansować miała większość wydatków związanych z realizacją ww. strategii (cele emisyjne wyceniono na 21,3 mln zł). Najwięcej zamierzano przeznaczyć na inwestycje w rozwój mocy produkcyjnych (11,6 mln zł) oraz na zasilenie kapitału obrotowego (7,7 mln zł). Szacujemy, że dotychczas Aplisens wydatkował z tego ok. 3,8 mln zł. Największe projekty (w tym rozbudowa zakładu w Krakowie za 6 mln zł czy nowe siedziby dla firm handlowych na wschodzie za 2,5 mln zł) nie zostały zrealizowane. Niższe przychody (i tym samym niższa produkcja) nie wymagały też zwiększenia nakładów na kapitał obrotowy. Poprawa otoczenia biznesowego i prognozowane zwiększenie produkcji przez zakłady wchodzące w skład grupy Aplisens wymagać będzie zwiększenia w kolejnych latach nakładów kapitałowych i „odwieszenia” zaplanowanych projektów inwestycyjnych. Z uwagi na niższe koszty realizacji części inwestycji (koszt budowy, zakup maszyn), wydatkowane kwoty mogą okazać się nieco niższe od wcześniej budżetowanych.

### Poprawa wyników w 2010 r.

Choć 2009 r. spółka powinna zakończyć przychodami na poziomie zbliżonym lub nieznacznie wyższym niż w roku 2008, to jednak należy mieć na uwadze, że od IV kw.'08 konsolidowane są wyniki przejętej spółki Controlmatica (ok. 8-9 mln zł przychodów rocznie). Praktycznie więc nastąpił spadek przychodów r/r. Jego główne przyczyny to załamanie eksportu na Wschód, niższa sprzedaż w kraju oraz kłopoty głównych odbiorców Controlmatiki (przemysł stoczniowy). Zarząd wskazuje, że w II półroczu 2009 r. wyraźne są symptomy poprawy koniunktury na większości rynków obsługiwanych przez Aplisens (Rosja – przemysł petrochemiczny, kraj – branża energetyczna i gazownicza, przemysł papierniczy i koksowniczy). Zarówno wielkość sprzedaży jak i rejestrowany przez grupę poziom zamówień sukcesywnie wzrastał w poszczególnych kwartałach 2009 roku, a w czerwcu i lipcu 2009 roku osiągnął historycznie najwyższe poziomy.

**Z uwagi na niską bazę oczekujemy w 2010 r. 15-20 –proc. wzrostu sprzedaży Aplisens SA i 50-proc. wzrostu sprzedaży w Rosji.** Nie liczymy na zwiększenie przychodów

na rynku białoruskim (tam APN już teraz posiada bardzo silną pozycję, trudno byłoby ją jeszcze poprawić) oraz ukraińskim (brak sygnałów poprawy sytuacji makroekonomicznej). Sprzedaż do krajów UE powinna rosnać, jednak przychody z eksportu w tamtym kierunku prowadzone są przede wszystkim przez Aplisens SA, a więc zostały uwzględnione w prognozach dla spółki-matki. W 2011 oczekujemy dalszego wzrostu sprzedaży podmiotu dominującego (+10%) oraz spółki rosyjskiej (+10%). Skonsolidowana sprzedaż w 2011 r. według naszych prognoz powinna wynieść 58 mln zł (CAGR 2009-2011 =9%), co jest poziomem niższym niż planowana pierwotnie sprzedaż w roku 2009 (prognoza z prospektu emisyjnego spółki).

Rentowność brutto na sprzedaży nie spadła pomimo zmniejszenia przychodów w 2009 r. i utrzymuje się na poziomie ok. 45%. Jest ona co prawda niższa niż notowana w latach 2005-2007, jednak należy mieć na uwadze zmiany w strukturze grupy kapitałowej (włączenie niżej marżowej firmy Controlmatica). Zarząd wdraża obecnie program poprawy efektywności działania zarówno w Aplisens SA jak i w spółkach zależnych (łączenie działów back-office, wspólna polityka zakupowa itp.), co naszym zdaniem powinno przynieść efekt w postaci co najmniej utrzymania rentowności w kolejnych latach.

Aplisens posiada wysoki udział kosztów stałych (koszty ogólne to obecnie ok. 11-12 mln zł, tj. 25% planowanych na ten rok przychodów). Nie zakładamy w br. istotnej zmiany tej wartości, gdyż zarząd nie dokonywał większych redukcji w trudnym dla spółki roku 2009. Można więc założyć, że organizacyjnie Aplisens jest przygotowany do realizowania przychodów na znacznie wyższym poziomie (50-60 mln zł). Jediną pozycją, jaka wpłynie na zwiększenie kosztów ogólnych w 2010 r. są koszty wynikające z wyceny programu motywacyjnego (przyjeliśmy poziom 100 tys. zł do VIII'10 i 50 tys. zł przez następne 4 miesiące). Z tego powodu **prognozowany wzrost przychodów silnie przełoży się na wzrost zysku operacyjnego (efekt dźwigni operacyjnej). Oczekujemy wzrostu rentowności EBIT z ok. 20% w 2009 r. do 22,4% w 2010 r. Dalsze zwiększenie rentowności powinno nastąpić w 2011 r. (do prawie 24%), również w wyniku wzrostu sprzedaży przy utrzymaniu kosztów ogólnych na podobnym poziomie.** Przypominamy, że historycznie rentowność operacyjna Aplisens przekraczała 25%, jednak przy innej strukturze grupy kapitałowej (negatywny wpływ spółki Controlmatica). Zarząd spółki nie zdecydował jeszcze, czy poda oficjalną prognozę na 2010 r.

### Polityka dywidendy

Aplisens w poprzednich latach wypłacał dywidendę. W 2007 r. wypłata z zysku była symboliczna, a za 2008 r. została całkowicie wstrzymana z uwagi na realizowany program inwestycyjny (rozbudowa zakładu w Warszawie, zakup udziałów w OSK oraz Controlmatice). Zarząd planuje w 2010 r. dokończyć inwestycje zapowiadane w prospekcie emisyjnym i dlatego nie zakładamy wypłacenia dywidendy za 2009 r. Jednak już od przyszłego roku, kiedy główna część programu zostanie zakończona, **wysoki cash flow operacyjny generowany przez APN (8-9 mln w 2010 r., 11 mln zł w 2011 r.) pozwoli sfinansować zarówno dalsze inwestycje jak i wypłacić dywidendę z zysku 2010 r.** Ewentualną przeszkodą w realizacji takiego scenariusza mogłaby być kolejna duża akwizycja.

[ tys. zł]	2005	2006	2007	2008
Skons. zysk netto za rok obrotowy	7 749	10 556	8 928	9 056
Jedn. zysk netto za rok obrotowy	6 851	9 606	8 620	9 238
Dywidenda	4 000	5 000	600	0
% jedn. zysku netto	58%	52%	7%	0%

Źródło: Aplisens, DM PKO BP SA

### Struktura akcjonariatu. Free float.

Aplisens przeprowadził emisję 2,5 mln akcji w maju 2009 r. po cenie 6 zł/akcję. Na debiucie akcje podrożały o prawie 20%, a historyczne maksimum akcje spółki notowały w sierpniu na poziomie 8,5 zł. Nie licząc sierpniowej mini hossy kurs akcji waha się w przedziale 6-7 zł. Większym wzrostom nie sprzyjały słabe wyniki finansowe za I półrocze i wynikająca z tego korekta prognoz.

Obecnie w akcjonariacie Aplisens dominują osoby fizyczne kontrolujące ponad 80% kapitału i głosów na WZA, w tym prezes, który posiada 17% akcji spółki. Dotychczas nie ujawnił się żaden inwestor finansowy. Udział akcji będących w obrocie to ok. 20%, a wartość free floatu wynosi ok. 16 mln zł. Z tego powodu **akcje spółki mają niską płynność, co**



**traktujemy jako istotne ryzyko inwestowania w Aplisens.** Zwracamy przy tym uwagę, że w maju kończy się lock-up na pozostałe akcje spółki (9 mln sztuk). Prezes deklaruje, że nie jest zainteresowany sprzedażą posiadanych akcji firmy, co więcej, zamierza dokupować akcje (w grudniu poinformował o zakupie łącznie prawie 5 tys. akcji). **Należy jednak liczyć się z pewną podażą papierów od pozostałych akcjonariuszy (na dziś szacujemy ją na 0,5-3 mln akcji, tj. maksymalnie 20 mln zł).** Wzrost podaży na mało płynnym rynku może skutkować spadkiem kursu, jednak dla wybranych inwestorów może stanowić doskonałą okazję do zaangażowania się w firmę.





Rachunek zysków i strat (mln zł)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	IVQ 08	I-IVQ 08	IVQ 09P	I-IVQ 09P
Przychody netto ze sprzedaży	41,21	45,16	45,60	52,65	58,00	59,45	13,50	45,16	12,21	45,60
zmiana	14,2%	9,6%	1,0%	15,5%	10,2%	2,5%	-	9,6%	-9,6%	1,0%
EBITDA	12,93	13,24	11,34	14,18	16,61	16,72	3,47	13,24	3,02	11,34
zmiana	-8,2%	2,5%	-14,4%	25,0%	17,1%	0,7%	-	2,5%	-13,0%	-14,4%
EBIT	11,32	11,18	9,15	11,82	13,88	14,23	2,75	11,18	2,52	9,15
zmiana	-11,7%	-1,3%	-18,2%	29,2%	17,4%	2,5%	-	-1,3%	-8,3%	-18,2%
Zysk netto	8,93	9,06	7,39	9,91	11,24	11,67	2,25	9,06	2,19	7,39
zmiana	-15,4%	1,4%	-18,4%	34,1%	13,4%	3,8%	-	1,4%	-2,9%	-18,4%
Zysk netto skorygowany	8,93	9,06	7,39	9,91	11,24	11,67	2,25	9,06	2,19	7,39
zmiana	-15,4%	1,4%	-18,4%	34,1%	13,4%	3,8%	-	1,4%	-2,9%	-18,4%
Marża EBITDA	31,4%	29,3%	24,9%	26,9%	28,6%	28,1%	31,7%	29,3%	24,7%	24,9%
Marża EBIT	27,5%	24,8%	20,1%	22,4%	23,9%	23,9%	27,8%	24,8%	20,6%	20,1%
Rentowność netto	21,7%	20,1%	16,2%	18,8%	19,4%	19,6%	21,3%	20,1%	17,9%	16,2%

Źródło: Spółka, DM PKO BP SA

Wybrane pozycje bilansu i CF (mln zł)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Aktywa ogółem	45,01	60,16	76,62	74,29	81,13	87,37
Aktywa trwałe	16,68	27,66	27,47	31,00	35,48	34,48
Aktywa obrotowe	28,33	32,50	49,15	43,28	45,65	52,88
Kapitał własny	41,01	49,70	70,60	67,55	73,85	79,94
Zobowiązania i rezerwy ogółem	3,29	10,03	5,59	6,30	6,84	6,99
Dług netto	-7,29	-2,70	-19,50	-9,31	-8,39	-14,74
Kapitał obrotowy	18,26	19,07	23,36	26,97	29,71	30,45
Kapitał zaangażowany	33,72	47,01	51,10	58,25	65,46	65,21
Środki pieniężne z działalności operacyjnej	5,42	6,16	5,30	8,67	11,23	13,42
Środki pieniężne z działalności inwestycyjnej	-5,12	-10,52	-18,28	4,78	-5,92	-7,74
Środki pieniężne z działalności finansowej	-5,58	-0,03	13,08	0,04	-4,94	-5,58
Środki pieniężne na koniec okresu	7,42	3,02	3,12	16,61	16,97	17,07
Dług netto/EBITDA	-0,56	-0,20	-1,72	-0,66	-0,51	-0,88
ROE	22,8%	20,0%	12,3%	14,4%	15,9%	15,2%
ROACE	30,8%	22,1%	15,1%	17,5%	18,2%	17,6%

Źródło: Spółka, DM PKO BP SA

Wycena DCF (mln zł)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Prognozy</b>										
<b>EBIT</b>	<b>12</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>17</b>
Stopa podatkowa	21%	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
<b>NOPLAT</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>14</b>
Amortyzacja	2	3	2	2	2	2	2	2	3	3
Nakłady inwestycyjne	6	7	2	2	2	2	2	2	2	3
Inwestycje w kapitał obrotowy	4	3	1	1	1	1	1	1	1	1
<b>FCF</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>13</b>
<b>Kalkulacja WACC</b>										
Dług/(Dług+Kapitał)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Premia rynkowa	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
Koszt długu po opodatkowaniu	5,6%	5,6%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Koszt kapitału	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
<b>WACC</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>
<b>Wycena</b>										
<b>DFCF</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
Suma DFCF	54									
Zdy skontowana wartość rezydualna	62									
Dług netto + wy płacona dywidenda	-19									
Kapitały mniejszości	0									
<b>Wartość spółki</b>	<b>136</b>									
Liczba akcji (mln sztuk)	12,708									
Wartość 1 akcji 01.01.10 (zł)	10,68									
<b>Wartość 1 akcji 10.01.10 (zł)</b>	<b>10,71</b>									

Źródło: DM PKO BP SA

Wycena porównawcza	Kraj notow.	Ticker	Kapitał. (mln)		P/E		EV/EBITDA			
			EUR	USD	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Apator	Polska	APT PW	135	194	15,35	10,41	9,78	7,88	7,04	6,72
Sonel	Polska	SON PW	19	27	20,18	10,75	8,88	11,21	7,86	6,49
Emerson Electric	USA	EMR US	23 011	32 952	19,81	20,39	17,20	10,62	10,46	9,10
Itron Inc	USA	ITRI US	2 005	2 872	38,29	23,71	19,14	18,42	12,80	10,67
AVX Corp	USA	AVX US	1 534	2 196	21,39	17,32	18,04	8,61	7,71	6,72
Vaisala	Finlandia	VAIAS FH	457	655	35,45	18,84	15,56	13,88	9,54	8,03
Nedap	Holandia	NADAP NA	126	180	76,11	21,86	13,01	12,03	8,69	6,42
<b>Mediana</b>					<b>21,39</b>	<b>18,84</b>	<b>15,56</b>	<b>11,21</b>	<b>8,69</b>	<b>6,72</b>
Apilens	Polska	APN PW	20	29	11,24	8,52	7,58	5,71	4,66	4,02
Premia/(dyskonto) w wy cenie rynkowej spółki					-47,4%	-54,8%	-51,3%	-49,1%	-46,3%	-40,2%
<b>Implikowana wartość 1 akcji (zł)</b>					<b>12,65</b>	<b>14,70</b>	<b>13,65</b>	<b>11,64</b>	<b>11,33</b>	<b>10,40</b>

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP SA



## Telefony kontaktowe

## Zespół Analiz i Doradztwa Kapitałowego

Banki	Hanna Kędziora (022) 521 79 43 hanna.kedziora@pkobp.pl
Budownictwo i nieruchomości, hotele	Michał Sztabler (022) 521 79 13 michal.sztabler@pkobp.pl
Przemysł metalowy, spożywczy, media	Marcin Sójka (022) 521 79 31 marcin.sojka@pkobp.pl
Energetyka, przemysł drzewny, płytki ceramiczne	Bartosz Arenin (022) 521 87 23 bartosz.arenin@pkobp.pl
Przemysł paliwowy, chemiczny, spożywczy	Monika Kalwasińska (022) 521 79 41 monika.kalwasinska@pkobp.pl
Telekomunikacja, handel	Monika Milko (022) 521 79 17 monika.milko@pkobp.pl
E-commerce, analiza techniczna	Przemysław Smoliński (022) 521 79 10 przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl

## Wydział Klientów Instytucjonalnych

Artur Szymecki	(0-22) 521 82 14 artur.szymecki@pkobp.pl	Dariusz Andrzejak	(0-22) 521 91 39 dariusz.andrzejak@pkobp.pl
Piotr Dedecjus	(0-22) 521 91 40 piotr.dedecjus@pkobp.pl	Marcin Kuciapski	(0-22) 521 82 12 marcin.kuciapski@pkobp.pl
Krzysztof Kubacki	(0-22) 521 82 10 krzysztof.kubacki@pkobp.pl	Krzysztof Zajkowski	(0-22) 521 82 13 krzysztof.zajkowski@pkobp.pl
Magdalena Kupiec	(0-22) 521 91 50 magdalena.kupiec@pkobp.pl		

## 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

## Rekomendacje stosowane przez DM

KUPIJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał wzrostu

AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał wzrostu nie większy niż 15%

NEUTRALNIE - oczekujemy względnie stabilnych notowań akcji spółki

REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał spadku nie większy niż 15%

SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał spadku

Rekomendacje wydawane przez DM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona. Zastrzeżenie o spekulacyjnym charakterze rekomendacji oznacza, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

## Stosowane metody wyceny

DM opiera się zasadniczo na trzech metodach wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor) 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.

## Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy DM oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiekolwiek inne powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów. Inwestor powinien zakładać, że DM ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport.

## Pozostałe klauzule

Niniejsza publikacja została opracowana przez Dom Maklerski PKO BP S.A. wyłącznie na potrzeby klientów DM i podlega ujawnieniu w okresie siedmiu następujących dni po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody DM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. DM może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. DM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego.