

Aplisens

oferta publiczna

aparatura kontrolno-pomiarowa

Wycena porównawcza: 8.1 PLN
Wycena metodą dochodową: 8.9 PLN

Krajowy lider na perspektywnym rynku

Aplisens jest krajowym liderem na rynku aparatury kontrolno pomiarowej i automatyki (AKPiA). Do silnej pozycji rynkowej przyczyniły się wysoka jakość oferowanych produktów, doświadczony zespół projektowy o dogłębnej znajomości technologii oraz oferowanie obok samych urządzeń także kompleksowych usług projektowania systemów pomiarowych, ich montażu oraz serwisu.

Optymistyczne długoterminowe perspektywy rynku AKPiA

Uważamy rynek AKPiA za perspektywny w długim okresie. W okresach koniunktury powinien rosnać szybciej od PKB, zwłaszcza w regionach niedoinwestowanych - takich jak Europa Środkowa i Wschodnia. Urządzenia kontrolno-pomiarowe sprzyjają wzrostowi efektywności procesów wytwórczych zarówno pod względem jakości, jak i kontroli kosztów. Pomimo korzystnych długoterminowych prognoz, w obliczu obecnego kryzysu gospodarczego spodziewamy się pewnego regresu wolumenów sprzedaży w latach 2009-2010. Stosunkowo łagodny spadek będzie wynikał z charakteru popytu: odtworzeniowego w ponad 60%.

Wysokie marże

Analizując wyniki spółki, na uwagę zasługują wysokie wskaźniki rentowności. Wynikają one naszym zdaniem w dużym stopniu z oferowania nie tylko samych urządzeń, ale także doradztwa przedsprzedażowego oraz serwisu posprzedażowego. Usługi dodatkowe stanowią istotny element oferty handlowej spółki i w głównej mierze stanowią o jej sukcesie.

Ambitna strategia rozwoju

W ciągu najbliższych 3-4 lat spółka zamierza umocnić pozycję lidera na rynku krajowym oraz zwiększyć udział rynkowy w krajach WNP, europejskich i azjatyckich. Cel ten zamierza osiągnąć zarówno poprzez rozwój organiczny, jak i akwizycje innych podmiotów.

Wycena

Na podstawie metody dochodowej jedną akcję spółki Aplisens wyceniamy na 8.9 PLN. Na podstawie wyceny porównawczej jedną akcję spółki wyceniamy na 8.1 PLN na akcję. Wskazania obu wycen różnią się na korzyść tej pierwszej. Wynika to ze stosunkowo niskich wycen firm notowanych na GPW. W żadnej z zastosowanych metod nie uwzględniliśmy wpływu na przyszłe wyniki planowanych przejęć.

Kalendarium publicznej oferty akcji

20 kwietnia	Cena maksymalna
22-23 kwietnia	Book building
do 26 kwietnia	Publikacja ceny emisyjnej
27-29 kwietnia	Zapisy na akcje
II poł. maja	Debiut akcji spółki

Liczba akcji (mln)	12.5
Kapitalizacja (mln PLN)	94.0
EV (mln PLN)	80.1
Free float (mln PLN)	26.7

Największy akcjonariusz	Adam Żurawski
% akcji, % głosów	15.12/15.12

po emisji akcji serii B w maksymalnej wielkości, dla ceny akcji 7.5 PLN, bez przeprowadzania Oferty Sprzedaży akcji serii A

Michał Buczyński

(022) 598 26 58

michal.buczynski@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2007	41.2	11.3	12.9	11.3	8.9	0.9	1.1	4.1	8.4	1.83	6.0	5.2	22.8%
2008P	46.0	11.3	13.2	11.4	9.2	0.9	1.1	5.0	8.1	1.51	6.0	5.1	20.3%
2009P	57.6	11.5	14.1	11.6	9.4	0.8	1.0	6.1	10.0	1.23	7.0	5.7	15.0%
2010P	59.7	10.0	12.9	10.7	8.7	0.7	0.9	6.4	11.0	1.17	8.1	6.3	11.0%
2011P	64.9	10.7	14.0	11.4	9.3	0.7	1.0	6.8	10.4	1.10	7.4	5.6	11.0%

P - prognozy wyników Millennium DM według MSSF, mln PLN

SPIS TREŚCI

Podsumowanie inwestycyjne.....	3
Wycena.....	6
Wycena DCF.....	6
Metoda porównawcza.....	8
Cele emisji i akcjonariat.....	9
Charakterystyka branży.....	13
Koniunktura gospodarcza na głównych rynkach.....	13
Charakterystyka głównych rynków AKPIA.....	14
Rynek AKPIA w Polsce.....	16
Rynki AKPIA w krajach WNP.....	18
Rynki AKPIA w krajach Unii Europejskiej.....	20
Charakterystyka spółki.....	20
Historia spółki.....	20
Struktura Grupy Kapitałowej.....	21
Produkty, towary.....	24
Sprzedaż.....	26
Koszty.....	31
Nakłady inwestycyjne i strategia.....	33
Sytuacja finansowa i prognozy.....	38
Analiza SWOT.....	43
Sprawozdania finansowe.....	44

Podsumowanie inwestycyjne

Jeden z największych graczy na krajowym rynku AKPiA

Podstawową działalnością Grupy Aplisens jest produkcja przemysłowej aparatury kontrolno-pomiarowej i elementów automatyki (AKPiA), a także kompleksowe doradztwo w zakresie projektowania oraz opracowania zastosowań produktów znajdujących się w ofercie. Znamienne jest to, że w skład Grupy wchodzi spółki o profilu projektowym, wykonawczym i dystrybucyjnym, co pozwala realizować wysoką marżę na oferowanych produktach. W ramach rynku AKPiA spółka koncentruje się na produkcji przetworników ciśnienia, gdzie jest największym krajowym producentem oraz od niedawna na rynku czujników temperatury, gdzie odnotowuje dynamiczny wzrost udziału rynkowego. Urządzenia te znajdują zastosowanie w wielu gałęziach przemysłu takich jak: energetyka, ciepłownictwo, przemysł chemiczny, rafineryjny i petrochemiczny, górniczy, spożywczy, farmaceutyczny, cukrowniczy, wodociągowo-kanalizacyjny i innych. Eksport stanowi 22% sprzedaży. Wysoka jakość oferowanych produktów, doświadczony zespół projektowy o dogłębnej znajomości technologii, rynku, posiadane certyfikaty ISO 9001:2000 i 14001:2004 to główne atuty spółki, które przyczyniły się do osiągnięcia utrzymania przez nią bardzo silnej pozycji na rynku krajowym.

Optymistyczne długoterminowe perspektywy rynku AKPiA

Uważamy, że krajowy i światowy rynek AKPiA za perspektywny. Urządzenia kontrolno-pomiarowe sprzyjają bowiem wzrostowi efektywności procesów wytwórczych, zarówno w celu poczynienia oszczędności wykorzystywanych zasobów, jak i ochrony środowiska. Mają także kluczowe znaczenie dla jakości produkcji. Dostępne prognozy, sporządzone w roku ubiegłym zakładały wzrost tego rynku w tempie przewyższającym wzrost PKB. Szczególnie szybki wzrost był prognozowany dla rynku rosyjskiego, ukraińskiego i białoruskiego. W obliczu światowego kryzysu gospodarczego prognozy te oczywiście należy zweryfikować. Naszym zdaniem w latach 2009-2010 rynek ten znajdzie się w regresie (spadek w skali rocznej 2-7%) Stosunkowo łagodny spadek popytu będzie wynikał z faktu, iż popyt odtworzeniowy stanowi ponad 60% popytu ogółem. Silnego odbicia spodziewamy się w 2011 roku.

Silna pozycja na rynku krajowym

Aplisens jest krajowym liderem branży AKPiA. Udział spółki w polskim rynku aparatury kontrolno-pomiarowej, na którym działa spółka (przetworniki ciśnienia, sondy głębokości, czujniki temperatury), wyniósł w 2007 roku około 25%. W segmentach, gdzie spółka ma szczególnie silną pozycję, czyli na rynku przetworników ciśnienia, 70% polskiego rynku należało do podmiotów zagranicznych, a pozostała część obsługiwana była w zdecydowanej większości przez Aplisens. Udział spółki w rynku czujników temperatury jest znacznie mniejszy. Jest to rynek dla spółki najbardziej perspektywny, gdyż stale rozwija ona swoje moce produkcyjne w tym zakresie i zwiększa sprzedaż.

Wysokie marże

Analizując wyniki spółki na uwagę zasługują wysokie wskaźniki rentowności zarówno sprzedaży, jak i kapitału własnego. Wskaźniki rentowności sprzedaży - wyróżniające się także na tle grupy spółek porównawczych - wynikają naszym zdaniem w dużym stopniu z oferowania nie tylko samych urządzeń, ale także doradztwa przedsprzedażowego oraz serwisu posprzedażowego. Usługi dodatkowe są istotnym elementem oferty handlowej spółki i w głównej mierze stanowią o jej sukcesie. W bieżącym roku spodziewamy się spadku rentowności spółki. W przypadku ROE będzie to głównie wynikiem pozyskania kapitału na rynku kapitałowym, natomiast w przypadku rentowności sprzedaży będzie to wynikać zarówno z przejścia mniej rentownej spółki Controlmatica, jak i wpływu światowego kryzysu gospodarczego.

Rosnący cykl konwersji gotówki

W ostatnich latach miało miejsce znaczne wydłużenie cyklu konwersji gotówki. Wydłużenie wynikało z szybkiego wzrostu zapasów (rozszerzenie oferty produktowej związane z koniecznością utrzymywania wyższych stanów magazynowych, dostosowania produkcji do wymogów odbiorców zachodnich oraz rozwoju działalności na rynkach wschodnich, polityka realizacji krótszych terminów dostaw oraz znacznego wydłużenia produkowanych serii celem obniżenia kosztów wykorzystując efekty skali) i należności (świadoma, bardziej liberalna polityka wobec odbiorców i udzielania im dłuższego kredytu kupieckiego). Spółka zapowiada jednak działania zmierzające do odwrócenia tych tendencji, poprzez skrócenie cyklu konwersji gotówki (szczególnie poprzez obniżenie długości cyklu inkasa należności i cyklu rotacji zapasów - w szczególności poprzez zwiększenie stopnia standaryzacji podzespołów i stały monitoring stanów magazynowych - oraz wydłużenie cyklu spłaty zobowiązań bieżących). Zakładamy stabilizację tego wskaźnika w przyszłości.

Strategia rozwoju i program inwestycyjny

Spółka wytyczyła podstawowe kierunki działań na lata 2009-2010 mające na celu dalszy dynamiczny rozwój Grupy, zarówno poprzez aktywny rozwój organiczny, jak i akwizycje innych podmiotów z branży. Dzięki temu w ciągu 3-4 lat umocnieniu ma ulec pozycja lidera na rynku krajowym oraz zwiększyć się dział rynkowy w krajach WNP, europejskich i azjatyckich. Na rynku polskim głównym celem strategicznym jest dalsze zwiększanie sprzedaży w segmencie urządzeń do pomiaru ciśnienia oraz wzbogacenie portfela produktów i usług. Podejmowane działania rozwojowe będą opierały się przede wszystkim na wykorzystaniu aktualnie obsługiwanej szerokiej bazy odbiorców oraz na działaniach w zakresie marketingu, sprzedaży i obsługi klienta. Dzięki nim spółka zamierza sukcesywnie zwiększać udział w krajowym rynku AKPiA, w tym w szczególności na rynku czujników temperatury i usług.

Średnioterminowym celem jest zwiększenie udziału w rynku krajowym w segmentach aktualnie obsługiwanych oraz znaczący wzrost udziału w rynku obsługiwanych przez Controlmatica. Strategia na rynkach zagranicznych zakłada natomiast rozwój dwutorowy w zależności od rynku docelowego. W odniesieniu do rynków Europy Wschodniej spółka będzie się skupiała na zwiększaniu skali działalności poprzez rozwój struktur handlowych oraz na przeprowadzaniu niezbędnych inwestycji rzeczowych (np. magazyny buforowe). Średnioterminowym celem jest co najmniej podwojenie udziału w rynkach krajów Europy Wschodniej, na których Grupa jest jednym z liderów. Na pozostałych rynkach zagranicznych średnioterminowym celem Grupy jest trzykrotne zwiększenie aktualnego udziału w tych rynkach. Realizacji tych celów będą służyć m. in. inwestycje finansowane w dużej mierze ze środków uzyskanych z emisji akcji serii B.

Wzrost sprzedaży w roku bieżącym mimo dekoniunktury

Pomimo światowego kryzysu gospodarczego zakładamy, że spółka wypracuje w roku bieżącym przychody wyższe o 25% niż w roku ubiegłym. Zdecydowana większość tego przyrostu będzie wynikała z przejścia na jesieni roku ubiegłego spółki Controlmatica. Dodatkowo spółce sprzyja słaby PLN. Na rynkach zagranicznych główną walutą rozliczeniową jest EUR. Także dzięki słabej złotówce, spółka nie powinna odczuwać presji na spadek cen. Biorąc pod uwagę, że w Polsce w głównych segmentach rynkach spółki konkurencja pochodzi z zagranicy, naszym zdaniem spółce uda się w roku bieżącym uzyskać średnio ceny wyższe o 3% r/r. Dzięki silnej ekspansji na rynkach, gdzie obecnie Aplisens ma umiarkowane udziały (czujniki temperatury i sondy głębokości), pomimo spadku rynku jako całości, spółce uda się minimalnie zwiększyć tegoroczny wolumen sprzedaży. Wynik operacyjny powinien być nieznacznie wyższy od ubiegłorocznego, m.in. dzięki synergii z przejścia spółki Controlmatica.

Wycena

Do wyceny akcji spółki zastosowaliśmy dwie metody: dochodową i porównawczą. Na podstawie metody dochodowej jedną akcję spółki wyceniamy na 8.9 PLN. Metoda ta w większym stopniu niż porównawcza uwzględnia długookresowe perspektywy i ryzyka towarzyszące działalności spółki. Wadą tej metody jest duża liczba założeń przyjętych przy konstruowaniu modelu wyceny. Na podstawie wyceny porównawczej

(do polskich spółek) jedną akcję spółki wyceniamy na 8.1 PLN na akcję. Metoda ta daje bardziej miarodajną wycenę w krótkim okresie i w dużym stopniu jest odbiciem sentymentu panującego obecnie na rynku. Wskazania obu wycen (DCF i porównawczej) różnią się na korzyść tej pierwszej. Wynika to ze stosunkowo niskich wycen akcji notowanych na GPW i nie uwzględniania przez rynek ożywienia gospodarczego w najbliższych latach.

W żadnej z zastosowanych metod wyceny nie uwzględniliśmy wpływu na przyszłe wyniki planowanych przejęć.

Czynniki ryzyka

Ryzyko prowadzenia działalności na rynkach wschodnich

Znaczna część sprzedaży spółki (około 23% według danych zmodyfikowanych) prowadzona jest na Rynkach Krajów WNP, w szczególności w Rosji, na Białorusi i na Ukrainie, gdzie występuje podwyższone ryzyko prowadzenia działalności. W szczególności podwyższone są ryzyka: kredytowe, prawne, podatkowe oraz ryzyko polityczne. Czynnikiem mogąącym przejściowo utrudnić eksport produktów są również zaostrzone kontrole na granicy wschodniej (czasy odpraw, skomplikowane procedury). Nie można całkowicie wykluczyć potencjalnych trudności w ściąganiu wierzytelności od niektórych kontrahentów oraz możliwości podwyższenia stawek celnych. W celu minimalizacji negatywnego wpływu powyższego ryzyka Aplisens rozwija potencjał produkcyjny w spółce zależnej na Białorusi, co znacznie ułatwia certyfikację i sprzedaż produktów na Rynkach Krajów WNP wykorzystując wspólne uregulowania prawne dla tych krajów. W tym kontekście potencjalnym ryzykiem jest wprowadzenie barier celnych w wymianie między Białorusią i Rosją i konieczność przeniesienia produkcji do Rosji. Spółka byłaby w takim przypadku zmuszona także do przejścia czasochłonnej procedury uzyskania certyfikatów na produkty wytwarzane w nowym zakładzie.

Ryzyko związane z dystrybucją produktów na rynkach wschodnich

Istnieje także ryzyko związane z uzależnieniem części realizowanych przychodów od jednego z kluczowych pracowników spółki - Jarosława Brzostka, pełniącego funkcję Dyrektora Marketingu Działu Obsługi Rynków Wschodnich, ze względu na jego długoletnie relacje z partnerami na tych rynkach. Stwarza to ryzyko utraty części przychodów z tych rynków. Ryzyko to jest tym większe, że Jarosław Brzostek jest bratem właściciela firmy logistycznej M-System - Mateuszem Brzostkiem, dzięki której Aplisens optymalizuje koszty logistyczne przy eksporcie swoich produktów na rynki wschodnie.

Powyższe ryzyko jest jednak pomniejszane przez objęcie Jarosława Brzostka programem motywacyjnym oraz możliwością powołania przez Aplisens własnego działu logistycznego. M-System działa w oparciu o określone z góry niewielkie i stałe marże, a także nie może sprzedawać produktów konkurencyjnych względem spółki Aplisens. Maksymalny limit zadłużenia wynosi 1.3 mln EUR.

Ryzyko niezrealizowania prognozy wyników na rok bieżący

W bieżącym roku przyszło spółce działać w niekorzystnym środowisku, gdzie wiele firm zmniejsza nakłady na inwestycje i ogranicza nawet remonty. Aplisens poinformował, że w styczniu 2009 roku zanotował spadek sprzedaży o 46% r/r. Jednak już w lutym widoczne było osłabienie tendencji spadkowej w porównaniu z 2008 roku (spadek sprzedaży o 11% r/r). Należy też zauważyć, że sprzedaż w styczniu 2008 roku była wyjątkowo wysoka - aż o 42% wyższa niż w styczniu 2007 roku. Spadek w styczniu 2009 roku spowodowany był znacznym ograniczeniem zamówień z rynków krajów WNP. W związku z zauważalnym spadkiem sprzedaży na tych rynkach Aplisens podjął skuteczne działania w celu zwiększenia sprzedaży do krajów Europy Zachodniej. Przychody ze sprzedaży ogółem od początku marca wskazują na powrót do poziomu z marca 2008 roku, zaś spółka sygnalizuje wzrost zamówień r/r w następnych okresach.

Słabe wyniki r/r w I kw. 2009 stwarzają ryzyko niezrealizowania zakładanych przez nas prognoz wyników przyjmujących ich lekki wzrost r/r. Ryzyko to minimalizuje fakt zapewnienia zarządu spółki o wzroście zamówień już w marcu oraz istotnie wyższe od naszych prognozy finansowe samej spółki na rok bieżący.

Wycena

Metoda DCF

Wyceny akcji metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow. Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka posłużyliśmy się rentownościami obligacji o stałym oprocentowaniu. Zmianę wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy przyjęliśmy na poziomie 3%, czyli na poziomie niższym od prognozowanego długoterminowego wzrostu PKB powiększonego o inflację.

Założenia do modelu wyceny Aplisens S.A.

	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
założenia ogólne											
Średni roczny kurs USD	2.4	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
Średni roczny kurs EUR	3.5	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
Zmiana PKB Świat	2.5%	-1.0%	-1.0%	1.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Zmiana PKB Polska	4.8%	0.0%	0.0%	2.0%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
Zmiana PKB Rosja	6.0%	-3.0%	-3.0%	2.0%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
Inflacja Polska	4.2%	3.5%	2.5%	3.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
założenia odnośnie przychodów dla Aplisens											
Sprzedaż krajowa	35.7	45.7	47.8	51.7	55.2	58.9	62.0	64.8	67.8	70.8	74.1
zmiana	-	28%	5%	8%	7%	7%	5%	5%	5%	5%	5%
Sprzedaż zagraniczna, w tym:	10.3	11.9	11.9	13.1	14.6	16.0	17.3	18.4	19.6	20.8	22.2
- kraje WNP	7.3	7.8	7.6	8.4	9.2	10.0	10.5	11.0	11.4	12.1	12.7
zmiana	-	7%	-3%	10%	10%	8%	5%	5%	4%	5%	5%
- kraje UE	2.4	2.9	3.0	3.4	3.9	4.4	5.1	5.6	6.1	6.6	7.1
zmiana	-	20%	2%	14%	14%	14%	14%	10%	10%	8%	8%
- inne	1.063	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.9	2.0	2.2	2.3
zmiana	-	10%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Udział eksportu w przychodach	22%	21%	20%	20%	21%	21%	22%	22%	22%	23%	23%

Zródło: Millennium DM

Oprócz przedstawionych powyżej założeń, do prognoz na lata 2009-2018 wykorzystanych w modelu wyceny przyjęliśmy następujące założenia:

- ❑ w latach 2009-2010 wzrosty łącznych wolumenów w segmencie aparatury pomiarowej w przedziale -1-2% (rezultat spowolnienia wzrostu na głównych rynkach), 25% wzrosty wolumenów w segmencie czujników temperatury, 10% wzrosty w segmencie sond paliwa, przy 3-6% regresie wolumenów w pozostałych asortymentach,
- ❑ realizację zapowiadanych na lata 2009-2010 inwestycji spółki (choć w odróżnieniu od zapowiedzi firmy, ciężar programu rozciągnęliśmy bardziej na rok 2010), których zakończenie realizacji naszym zdaniem zbiegnie się z początkiem odrodzenia w gospodarce światowej w 2011 roku, w następnych latach inwestycje na poziomie odtworzeniowym,
- ❑ w pierwszych latach ożywienia gospodarczego (2011-2013) wzrost łącznych wolumenów 8% rocznie, przy zachowaniu powyższych tendencji,
- ❑ w następnych latach spadek dynamiki wolumenów do około 5% - zgodnie z oczekiwanym wzrostem rynku,

- w 2009 roku wzrost cen wyrobów spółki w kraju o 3%, w następnych latach stabilizacja cen (spadek cen elementów elektronicznych),
- podwojenie przychodów Controlmatica w okresie 2008-2015 jako rezultat synergii z resztą Grupy - produkty Controlmatica są komplementarne w stosunku do przyrządów pomiarowych Aplisens, synergije kosztowe w Controlmatica,
- począwszy od roku bieżącego wprowadzenie do oferty usług laboratorium ciśnień, a od roku przyszłego temperatury - wzrost przychodów z tego tytułu z 0.5 mln PLN w 2009 roku do 1.5 mln w 2012 roku.

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	>2018
sprzedaż	57.6	59.7	64.9	69.8	74.9	79.3	83.2	87.3	91.7	96.2	
zmiana sprzedaży	-	3.6%	8.7%	7.6%	7.3%	5.8%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	
marża EBIT	20.0%	16.8%	16.5%	17.1%	18.6%	18.2%	18.2%	18.0%	17.9%	17.6%	
EBIT	11.5	10.0	10.7	11.9	13.9	14.5	15.1	15.7	16.4	16.9	
stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	
amortyzacja	2.6	2.9	3.3	3.3	3.2	3.2	3.1	3.1	3.1	3.1	
inwestycje	-7.9	-6.9	-3.3	-2.5	-2.7	-2.8	-2.9	-3.0	-3.1	-3.2	
zmiana kap.obrotowego	-6.1	-1.1	-2.7	-2.6	-2.7	-2.3	-2.1	-2.2	-2.3	-2.4	
FCF	-2.1	3.1	6.0	7.8	9.1	9.8	10.4	10.7	10.9	11.2	165
zmiana FCF	-	-245%	94%	31%	17%	7%	6%	2%	3%	3%	3.0%
dług/kapitał	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
stopa wolna od ryzyka	4.7%	5.4%	5.7%	5.9%	6.0%	6.0%	6.1%	6.1%	6.1%	6.2%	5.0%
premia kredytowa	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
koszt długu	4.6%	5.2%	5.4%	5.6%	5.7%	5.7%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	4.9%
koszt kapitału	9.7%	10.4%	10.7%	10.9%	11.0%	11.0%	11.1%	11.1%	11.1%	11.2%	10.0%
WACC	9.7%	10.4%	10.7%	10.9%	11.0%	11.0%	11.1%	11.1%	11.1%	11.2%	10.0%
PV (FCF)	-1.8	2.3	4.0	4.7	4.9	4.7	4.5	4.1	3.8	3.9	57.1
wartość DFCF (mln PLN)	92.2										
(dług) gotówka netto	2.7										
wpływy z emisji akcji serii B	17.0										
wycena spółki Aplisens	111.8										
liczba akcji (mln szt.)	12.50										
wycena na akcję (PLN)	8.9										

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

W modelu wyceny DCF założyliśmy pełne powodzenie emisji akcji serii B po cenie emisyjnej 7.5 PLN za walor. Koszt programu motywacyjnego został uwzględniony od strony wyższych kosztów wynagrodzeń (nie powiększaliśmy liczby akcji w modelu DCF).

Nasza wycena zakłada organiczny model rozwoju spółki, pomimo że Aplisens w ramach realizacji strategii rozwoju działalności Grupy planuje dalsze akwizycje spółek działających na rynku elementów automatyki przemysłowej i posiadających komplementarne do oferty Grupy kompetencje produkcyjne w zakresie urządzeń i usług. Nasze podejście wynika z braku konkretnych danych odnośnie ewentualnego przejęcia, co uniemożliwia miarodajne uwzględnienie akwizycji w wycenie. Niemniej uważamy, że zwłaszcza obecnie, w momencie niskich wycen aktywów, przejęcie takich spółek mogłoby istotnie zwiększyć wartość dla akcjonariuszy spółki.

Metodą DCF jedną akcję spółki wyceniamy na 8.9 PLN.

Metoda porównawcza

Aplisens działa w branży produkcji aparatury kontrolno pomiarowej. Na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie spółki o podobnym profilu działalności znaleźliśmy w branży elektromaszynowej. Wybraliśmy trzy spółki, spośród, których dwie (Introl i Polna) mają bardzo zbliżony profil działalności.

Przedmiot działalności spółek z grupy porównawczej

Spółka	Przedmiot działalności
Aparator	Produkcja aparatury pomiarowej (systemy opomiarowania różnych nośników energii: energia elektryczna, ciepło, gaz, woda) oraz łącznikowej (elektryczna aparatura łączeniowa i zabezpieczająca niskiego i wysokiego napięcia dla energetyki i przemysłu).
Introl	Działalność usługowa obejmuje instalacje AKPiA, elektryczne, rurociągowe, kotłowe, utrzymania ruchu i ochrony środowiska. Działalność produkcyjna obejmuje przyrządy do pomiaru temperatury (przemysłowe czujniki temperatury), głowice pomiarowe. Działalność handlowa w zakresie AKPiA.
Polna	Produkcja urządzeń do automatyki przemysłowej i ciepłowniczej, urządzeń centralnego smarowania i aparatury laboratoryjnej. Spółka jest wiodącym w Polsce producentem zaworów, regulatorów i siłowników. Głównymi odbiorcami produkcji są różne gałęzie przemysłu.

Źródło: Millennium DM S.A.,

Spółki działające w branży AKPiA cechuje wysoki poziom marży uzyskiwanej na sprzedaży, natomiast ze względu na małą kapitałochłonność oraz związany z tym niski poziom amortyzacji, marża EBITDA i EBIT nie różnią się znacznie od siebie. Spośród wybranych spółek najniższą marżą wyróżnia się Introl, który w odróżnieniu od pozostałych, w większym stopniu prowadzi działalność handlową.

Porównanie marż osiągniętych przez spółki AKPiA

	Marża EBITDA		Marża EBIT		Marża netto	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Aparator	17.8%	19.7%	13.8%	15.8%	11.1%	6.2%
Aplisens	31.4%	28.7%	27.5%	24.6%	21.7%	20.0%
Introl	6.0%	11.6%	9.1%	9.2%	9.7%	6.0%
Polna	19.5%	21.0%	14.0%	15.6%	16.6%	1.2%

Źródło: Millennium DM S.A.,

Wycenę porównawczą oparliśmy na czterech wskaźnikach rynkowych: P/BV, EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E. Cechą charakterystyczną dla branży jest fakt, że prawie wszystkie spółki sektora są notowane powyżej wartości księgowej. Wynika to zarówno z tego, że cechują się one stosunkowo wysokim zwrotem z kapitałów własnych, a dodatkowo inwestorzy darzą te spółki sporym zaufaniem i przekonaniem o dużej ich odporności na skutki kryzysu.

Wycena porównawcza do krajowych odpowiedników

Spółka	P/BV 2008*	EV/ EBITDA 2008P	EV/ EBITDA 2009P	EV/ EBITDA 2010P	EV/ EBIT 2008P	EV/ EBIT 2009P	EV/ EBIT 2010P	P/E 2008P	P/E 2009P	P/E 2010P
Aparator	2.8	7.5	6.9	6.6	9.3	8.5	8.1	20.6	11.2	9.7
Introl	1.2	4.1	5.1	5.3	5.2	7.1	7.6	10.9	12.6	14.0
Polna	1.3	3.3	3.8	3.8	4.4	5.7	5.6	70.7	8.9	9.3
Mediana	1.3	4.1	5.1	5.3	5.2	7.1	7.6	20.6	11.2	9.7
Wagi dla wskaźników	4%	10%	11%	11%	10%	11%	11%	10%	11%	11%
Wycena Aplsens (mln PLN)	86	57	86	83	61	95	90	189	105	84
Na akcję (PLN)	6.9	5.7	6.9	6.6	6.1	7.6	7.2	18.9	8.4	6.8
Wycena ważona (PLN)	8.1									

* dla spółki Aplsens kapitały własne powiększone o wpływ netto z emisji akcji, liczba akcji po emisji akcji serii B

Źródło: Millennium DM, ceny z dnia 09.04.2009

Negatywnie na wycenę spółki Aplsens wpływają założone przez nas koszty programu motywacyjnego na poziomie 0.21 mln PLN w roku bieżącym i 1.17 mln PLN w roku przyszłym. Z drugiej jednak strony nie uwzględniliśmy rozwodnienia akcji z tego tytułu.

W przypadku wskaźnika C/Z, wycena dla roku bieżącego i przyszłego gwałtownie obniża się w stosunku do roku ubiegłego. Spowodowane jest to wysokim poziomem mediany dla grupy porównawczej (część spółek poniosła straty na instrumentach zabezpieczających ryzyko kursowe), jak i uwzględnienia zwiększonej liczby akcji Aplsensa w wyniku emisji akcji serii B. Wagi przyjęte dla wskaźników opartych na wynikach finansowych przyjęliśmy na zbliżonym poziomie. Waga dla P/BV jest przyjęta na najniższym poziomie ze względu na małą miarodajność tego wskaźnika. Na bazie wyceny porównawczej otrzymaliśmy wycenę ważoną jednej akcji spółki na poziomie 8.1 PLN.

Wskazania obu wycen (DCF i porównawczej) różnią się na korzyść tej pierwszej. Wynika to ze stosunkowo niskich wycen akcji notowanych na GPW i nie uwzględniania przez rynek ożywienia gospodarczego w najbliższych latach.

Cele emisji i akcjonariusze

W ramach oferty publicznej oferowanych jest:

- 2 500 000 akcji serii B oferowanych przez spółkę w ramach publicznej subskrypcji,
- 1 000 000 akcji serii A oferowanych do sprzedaży przez dotychczasowych akcjonariuszy.

Intencją spółki jest przydzielenie w pierwszej kolejności akcji serii B, a dalszej kolejności akcji sprzedawanych. Dodatkowo z zgodnie z informacjami spółki, akcje serii A będą sprzedawane tylko w przypadku zadowalającego popytu na akcje spółki w trakcie oferty publicznej oraz możliwości uzyskania satysfakcjonującej ceny sprzedaży.

Warunkiem dojścia emisji akcji serii B do skutku jest złożenie i prawidłowe opłacenie zapisów na przynajmniej 1 akcję serii B.

Z emisji akcji serii B spółka planuje pozyskać 21.3 mln PLN (po uwzględnieniu kosztów emisji). Podstawową przyczyną emisji Akcji Serii B jest potrzeba pozyskania środków na sfinansowanie przedsięwzięć inwestycyjnych podejmowanych w ramach realizowanej strategii rozwoju Grupy, mającej na celu przede wszystkim wzmocnienie pozycji konkurencyjnej na rynku polskim, a także na rynkach zagranicznych, w szczególności Europy Środkowo-Wschodniej. W tym celu spółka planuje nowe inwestycje w zakład czujników temperatury w Krakowie, rozwój pozostałych zakładów zlokalizowanych w Polsce, zwiększenie potencjału spółek zależnych, w tym w szczególności podmiotów zagranicznych.

Inwestycje finansowane środkami z emisji akcji serii B

	Wartość	Termin
Inwestycje kapitałowe	0.8	2009
Inwestycje w prace rozwojowe i certyfikacje	1.2	2009-2010
Inwestycje w rozwój mocy produkcyjnych	11.6	2009-2010
Inwestycje w moce produkcyjne zakładu w Warszawie	1.5	2009-2010
Rozbudowa mocy produkcyjnych w Controlmatica ZAP-Pnefal, OSK Sp. z o. o. oraz oddziału w Ostrowie Wielkopolskim	1.4	2009-2010
Inwestycje w siedziby i pomieszczenia magazynowe Aplisens Moskwa i Aplisens Kijów	2.5	2009-2010
Inwestycje w budowę zakładu i rozbudowę technologii oddziału w Krakowie	6.2	2009-2010
Zasilenie kapitału obrotowego Grupy Kapitałowej	7.7	2009
Razem	21.3	

Źródło: Millennium DM S.A., Aplisens S.A.

Środki pozyskane z emisji zostaną wykorzystane przez spółkę do końca 2010 roku na cele przedstawione w tabeli powyżej, które są uszeregowane według priorytetów ich realizacji.

Priorytetem inwestycje kapitałowe

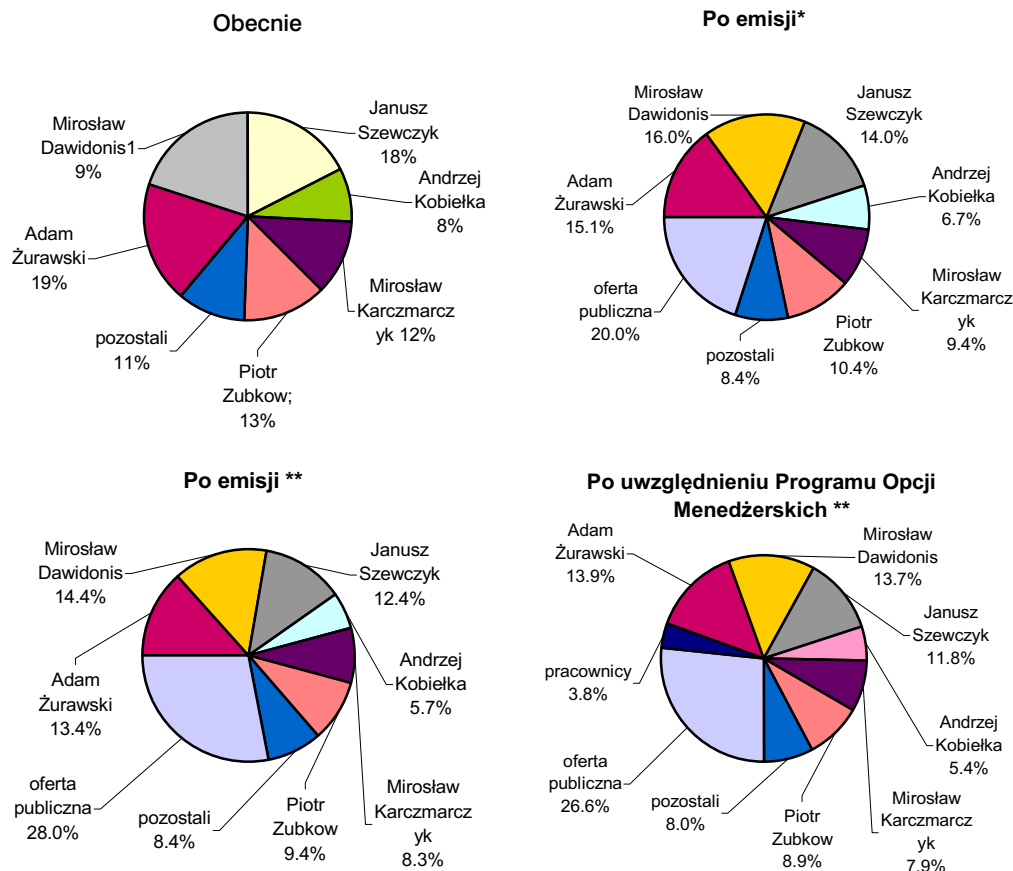
Najwyższy priorytet mają inwestycje kapitałowe spółki. Wynika to z już zawartych umów. Płatność za 49% udziałów w spółce zależnej OSK Sp. z o.o. nastąpi nie później niż 30 czerwca 2009 w wyniku umowy zawartej przez spółkę z dotychczasowym współnikiem OSK Sp. z o. o.

Dofinansowanie Controlmatica ZAP-Pnefal SP. z o. o. jest ostatnim etapem działań podjętych przez spółkę w celu uzyskania pełnej kontroli nad Controlmatica ZAP-Pnefal Sp. z o. o.

W przypadku rezygnacji przez spółkę z inwestycji w prace rozwojowe i certyfikacje lub z inwestycji w rozwój mocy produkcyjnych z uwagi na brak możliwości ich realizacji lub niekorzystne zmiany w ich rentowności, środki pozyskane z emisji akcji serii B zostaną przeznaczone na zwiększenie kapitału obrotowego lub na inwestycje alternatywne.

W przypadku pozyskania z emisji akcji serii B w kwocie niższej od założeń, spółka zamierza realizować inwestycje przy wykorzystaniu innych źródeł finansowania, w tym kredytów, z których uzyskaniem nie powinna mieć dużego problemu nawet w obecnej sytuacji, ze względu na korzystną sytuację finansową spółki i brak zadłużenia. W takim przypadku okres realizacji założonych celów inwestycyjnych może się wydłużyć.

Struktura akcjonariatu spółki



* bez sprzedaży akcji serii A przez dotychczasowych akcjonariuszy, ** ze sprzedażą akcji serii A przez dotychczasowych akcjonariuszy

Źródło: Aplisens S.A., Millennium DM

Akcjonariat

Obecnymi akcjonariuszami spółki są osoby, które w 1992 roku założyły tę firmę. Poza stabilnością akcjonariatu, zwraca uwagę fakt, że większość właścicieli jest ściśle związana ze spółką, czy to poprzez zarządzanie spółką, czy to poprzez pracę w niej na kluczowych stanowiskach. Posiadanie akcji przez kluczowych pracowników spółki oceniamy bardzo wysoko, gdyż skłania ich do podejmowania tych działań, które zwiększają wartość dla akcjonariuszy.

Okolo 11% akcji znajduje się w posiadaniu członków rodzin dużych akcjonariuszy spółki. Stali się oni posiadaczami akcji spółki w dniu 17 marca w wyniku zawarcia umów darowizny. Ruch taki był najprawdopodobniej podyktowany chęcią zminimalizowania ryzyka nie spełnienia wymogów płynnościowych i nie wejścia od razu na rynek oficjalnych notowań giełdowych. W obecnej sytuacji free float po ofercie będzie się znajdował w przedziale od 28.4 do 36.4% w zależności czy zostaną sprzedane wszystkie akcje serii B, czy też dodatkowo zostaną sprzedane akcje przez dotychczasowych akcjonariuszy.

W obu przypadkach dotychczasowi akcjonariusze, którzy są założycielami spółki będą sprawować pełną kontrolę nad spółką, choć żaden z nich z osobna nie będzie miał jednak nad nią kontroli.

Zamiar zbycia części posiadanych akcji przez założycieli spółki przy okazji oferty publicznej wynika z chęci realizacji zysku z inwestycji. Wszyscy ci akcjonariusze zawarli jednak z DM Navigator zobowiązanie do niedokonywania sprzedaży pozostałych akcji bez uprzedniej zgody DM Navigator S.A. przez okres 12 miesięcy licząc od daty zamknięcia oferty publicznej. Zgoda może dotyczyć maksymalnie takiej ilości akcji, która umożliwi akcjonariuszom innym niż dotychczasowi udział w kapitale akcyjnym na poziomie 25% plus jedna akcja. W przypadku złamania tego zobowiązania dotychczasowi akcjonariusze zapłacą karę umowną w wysokości 10 PLN od każdej sprzedanej akcji. Podobne umowy zobowiązania do nie dokonywania sprzedaży

akcji zawarły osoby, które w marcu bieżącego roku stały się ich posiadaczami w drodze darowizny.

W celu stabilizacji składu osobowego kadry kierowniczej i stworzenia nowych efektywnych mechanizmów motywacyjnych dla osób odpowiedzialnych za zarządzanie, WZA w czerwcu 2008 roku podjęło decyzję o przyjęciu programu motywacyjnego obejmującego kluczowych pracowników Grupy i członków zarządu spółki z wyjątkiem Prezesa Zarządu oraz Program Motywacyjny dla Prezesa Zarządu.

Oba programy motywacyjne będą obejmować lata obrotowe spółki: 2008, 2009 i 2010. Program motywacyjny skonstruowany został na zasadzie warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego i instrumentem finansowym umożliwiającym jego realizację będzie warrant subskrypcyjny uprawniający w przyszłości do objęcia akcji spółki.

W przypadku Programu Motywacyjnego dla kluczowych pracowników lista osób uprawnionych obejmuje co najmniej 20 osób, które podejmują lub uczestniczą w podejmowaniu istotnych decyzji lub ich działalność w znaczący sposób przyczynia się do rozwoju Grupy. Zostanie ona przygotowana przez zarząd spółki i przedstawiona do akceptacji Rady Nadzorczej każdorazowo w okresach rocznych.

Wielkość Programu Motywacyjnego

Dla pracowników i członków Zarządu spółki		
ROK	minimalna wielkość	maksymalna wielkość
2008	66 667	166 667
2009	66 667	166 667
2010	66 666	166 666
Razem	200 000.0	500 000.0
Dla Prezesa Zarządu		
ROK	minimalna wielkość*	maksymalna wielkość**
2008	41 414	41 414
2009	42 453	49 874
2010	39 150	49 874
Razem	123 016.5	141 160.5
Łączna wielkość obu programów	323 017	641 161
Udział w podwyższonym kapitale	2.5%	4.9%

* dla prognoz finansowych Millennium DM, ** dla prognoz finansowych spółki

Źródło: Millennium DM S.A., Aplisens S.A.

W ramach trwającego trzy lata Programu Motywacyjnego dla kluczowych pracowników ma zostać wyemitowane od 200 tys. do 500 tys. akcji. Ilość przyznanych w danym roku warrantów będzie uzależniona od realizacji planowanego skonsolidowanego wyniku EBITDA w każdym z osobna roku obrotowym. Minimalna ilość (66 666/7 warrantów rocznie) zostanie przyznana, gdy realizacja wyniesie najwyżej 75% planowanego EBITDA, 100 000 warrantów, gdy realizacja będzie wyższa niż 75% lecz wyniesie co najwyżej 100%, natomiast w przypadku przekroczenia prognozy zostanie wyemitowanych 166 666/7 warrantów subskrypcyjnych.

W przypadku Programu Motywacyjnego dla Prezesa Zarządu spółki ilość przysługujących akcji będzie uzależniona od wysokości wypracowanego zysku netto i będzie iloczynem wartości zysku netto oraz współczynnika 0.0045. W przypadku realizacji szacowanego przez spółkę zysku netto na 2008 rok i prognozy zysku na 2009 rok i utrzymania go w 2010 roku, liczba akcji dla Prezesa Zarządu wyniosłaby około 141 tys. sztuk.

Każdy nabyty warrant przez osoby uprawnione będzie upoważniał do objęcia jednej akcji zwykłej na okaziciela spółki po cenie emisyjnej równej jej wartości nominalnej (0.2PLN). Posiadacze warrantów subskrypcyjnych będą uprawnieni do objęcia akcji spółki. Spółka zaoferuje objęcie akcji po 12-18 miesiącach od daty wydania warrantów. Biorąc pod uwagę, że warianty będą udostępniane do 30-90 dni od dnia zatwierdzenia sprawozdania finansowego za dany rok to akcje z programu motywacyjnego mogą znaleźć się w obrocie giełdowym po 18-25 miesiącach od zakończenia danego roku obrotowego. Warunkiem objęcia warrantów

jest nie rozwiązanie stosunku pracy z winy pracownika.

Szacujemy, że akcje wyemitowane w ramach programu mogą stanowić do 2.5% do 4.9% kapitału spółki. Nie będą one jednak stanowić źródła podaży w średnim terminie, gdyż obrót nimi na GPW w Warszawie będzie możliwy w przypadku Prezesa Zarządu najwcześniej za 15 miesięcy, a w przypadku pozostałych beneficjentów najwcześniej za 13 miesięcy.

Biorąc pod uwagę związanie Programu Motywacyjnego z osiąganymi przez spółkę wynikami finansowymi oraz wiązanie osób uprawnionych ze spółką, naszym zdaniem ma on dużą szansę przyczynić się do zwiększenia wartości dla pozostałych akcjonariuszy, pomimo nieuniknionego w takich przypadkach rozwodnienia kapitału. Różnica między ceną emisyjną i rynkową przyznanych akcji powiększy koszt wynagrodzeń spółki i może w najbliższych latach być istotnym obciążeniem dla wyników spółki.

Charakterystyka branży

Koniunktura gospodarcza na głównych rynkach

Grupa Aplisens prowadzi działalność na rynku aparatury kontrolno-pomiarowej i automatyki (AKPiA). Głównym rynkiem operacyjnym jest rynek polski. Spółka prowadzi także działalność poza granicami kraju, gdzie najważniejszymi rynkami są kraje WNP (w szczególności Rosja, Ukraina, Białoruś), a także rynki Unii Europejskiej. Za pośrednictwem sieci dealerów i pośredników urządzenia produkowane przez Aplisens trafiają na wiele rynków na świecie, dzięki czemu spółka jest uczestnikiem światowego rynku AKPiA.

Dobre perspektywy długoterminowe

Popyt na rynku AKPiA, na którym działa spółka, w długim okresie w dużym stopniu uzależniony od tendencji w światowym przemyśle nakierowanej na wzrost efektywności procesów wytwórczych zarówno w celu poczynienia oszczędności wykorzystywanych zasobów, jak i ochrony środowiska. Wzrostowi efektywności, jak i oszczędnościom innych środków produkcji sprzyja proces automatyzacji i kontroli jej przebiegu, do czego niezbędne są urządzenia AKPiA. Dlatego w długim okresie uważamy, że rynek AKPiA będzie się rozwijał szybciej od wzrostu PKB, zwłaszcza w krajach restrukturyzujących swoje gospodarki do których należą Polska i kraje Europy Środkowo-Wschodniej. Na szybki oczekiwany wzrost rynku AKPiA wskazują także różne prognozy przedstawione w następnych częściach rozdziału, co wynika z dążenia do automatyzacji i optymalizacji procesów wytwórczych.

Niestety, ze względu na okres ich sporządzania (ostatnie z wczesnej jesieni 2008 roku) przytaczane poniżej prognozy nie uwzględniają głębokiej recesji światowej z jaką obecnie mamy do czynienia. W okresie kilkuletnim to właśnie recesja będzie w głównym stopniu wpływała na popyt na aparaturę kontrolno pomiarową. Choć duża część popytu (popyt odtworzeniowy) nie powinna odnotować istotnych spadków, to należy się spodziewać spadku popytu dotyczącego nowych inwestycji, który odpowiada za 20-40% zamówień w branży AKPiA.

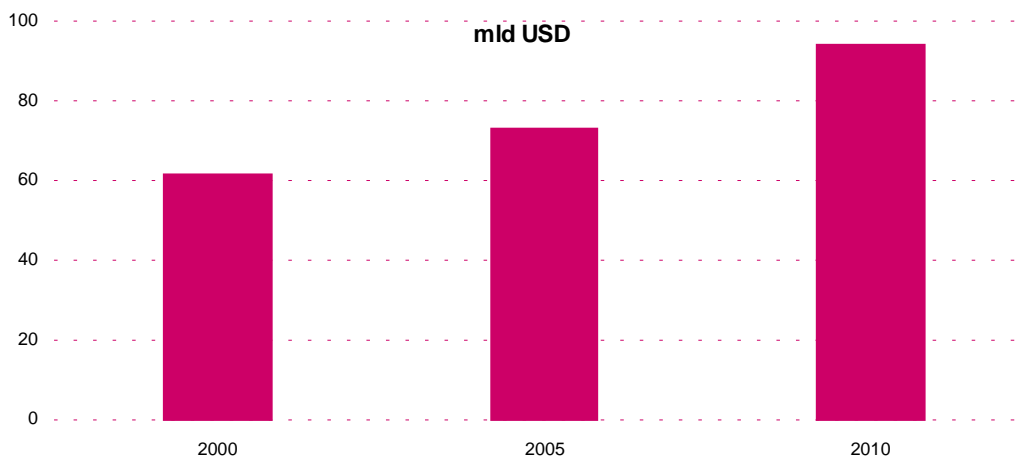
Bardzo pesymistyczne wskaźniki koniunktury publikowane w ostatnich tygodniach (PMI, dynamika produkcji, światowa wymiana handlowa, dane o sprzedaży samochodów) oznaczają, że już w 2009 roku światowa gospodarka może wejść w fazę recesji. Szacujemy, że spadek światowego PKB może wynieść -1. W przypadku Polski wzrost PKB spowolni naszym zdaniem do poziomu 0%.

Eksperti MFW przejrzyli ponad sto przypadków sytuacji kryzysowych w gospodarkach krajów rozwiniętych. Jeżeli wystąpił kryzys finansowy, któremu towarzyszył kryzys bankowy, to spowolnienie wzrostu albo recesja były głębsze i trwały dłużej. Dodatkowo, gdy jedną z przyczyn był wcześniejszy silny wzrost cen aktywów m.in. na rynku nieruchomości, recesja była jeszcze dłuższa i bardziej bolesna. Tak samo, jeżeli kryzysowi towarzyszyło silne zadłużenie gospodarstw domowych. Biorąc pod uwagę, że obecnie mamy do czynienia wszystkimi tymi trzema czynnikami, w naszym modelu finansowym dla spółki założyliśmy, że recesja światowa potrwa dwa lata - rok 2011 będzie pierwszym rokiem odrodzenia gospodarczego.

Charakterystyka głównych rynków AKPiA

Według raportu opracowanego przez firmę Intechno Consulting (Process Automation Markets 2010. Development of the automation market for the process industries until 2010) wartość rynku AKPiA w 2010 roku wyniesie 94.2 mld USD. Raport przewiduje średnią stopę wzrostu tego rynku (CAGR) w latach 2000-2010 na poziomie 4.4%.

Wartość światowego rynku AKPiA



Źródło: Process Automation Markets 2010. Development of the automation market for the process industries until 2010 Intechno Consulting, Millennium DM

Według informacji zawartych w artykule "Pogodnie z zachmurzeniami - prognoza rynku urządzeń na dziś i jutro" (pochodzącym z serwisu www.automatykab2b.pl, styczeń 2007 roku) sporządzonych w oparciu o dane opracowane przez ARC Advisory Group - dominującą rolę na światowych rynkach AKPiA w 2010 roku odgrywać będą odbiorcy chińscy oraz indyjscy. Ponadto w opinii analityków szczególną rolę odegrają rozwijające się rynki Europy Wschodniej (w tym szczególnie Rosji). Rynek rosyjski jest jednym z rynków o najbardziej atrakcyjnych perspektywach dalszego wzrostu. Według informacji zawartych w artykule "Jak z Polski do Rosji... czyli o przemyśle elektromaszynowym" (sierpień 2007 roku) opublikowanym w serwisie www.automatykab2b.pl wysoki popyt na urządzenia przemysłowe panujący na rynku rosyjskim jest wynikiem licznych inwestycji, jakie przeprowadzane są na terenie Federacji Rosyjskiej. W Rosji szybko rozwija się przede wszystkim przemysł petrochemiczny, chemiczny, górniczy, a także przemysł motoryzacyjny, będące istotnym odbiorcą aparatury kontrolno-pomiarowej.

Jako największego producenta na światowym rynku aparatury i automatyki przemysłowej wskazuje się grupę Siemens. Na światowym rynku AKPiA bardzo aktywni są także następujący producenci: grupa Schneider Electric, grupa Moeller Electric, grupa ABB i grupa Festo.

Zdolność spółki Aplisens do konkutowania na globalnym rynku

Mimo, iż udział Aplisens w światowym rynku AKPiA jest stosunkowo niewielki, to wysokie zaawansowanie technologiczne wyrobów spółki i rozpoznawalność marki APLISENS pozwalają jej konkurować - w szczególności na rynkach Europy Wschodniej - z podmiotami posiadającymi nawet 4-5% światowego rynku. Wielu klientów preferuje innowacyjność wyrobów oferowanych przez Aplisens przy zachowaniu atrakcyjnej relacji jakości do ceny. Dodatkowo, mniejsza skala działalności Grupy w porównaniu z podmiotami zagranicznymi, pozwala jej na elastyczne dopasowanie się do zróżnicowanych potrzeb klientów oraz umożliwia tworzenie nietypowych produktów, co przy dużej skali działalności konkurentów zagranicznych staje się dla nich nieopłacalne. Ponadto Aplisens jest w stanie efektywnie obsługiwać mniejsze zlecenia oraz oferować serwis przed- i posprzedażowy.

Czynnikiem kluczowym dla wzrostu wartości rynku AKPiA jest fakt, iż aparatura kontrolno-pomiarowa oraz automatyka są istotnymi elementami infrastruktury przemysłowej (głównie w przemyśle energetycznym, chemicznym i petrochemicznym, górniczym i hutniczym). Zastosowanie tej aparatury wpływa na znaczny wzrost wydajności pracy urządzeń przemysłowych, a także umożliwia ograniczenie zużycia energii i ilości odpadów w procesach produkcji. Stosowanie elementów automatyki i systemów kontroli parametrów środowiskowych przekłada się bezpośrednio na spadek kosztów we wszystkich gałęziach przemysłu. Ponadto aparatura kontrolno-pomiarowa, stanowiąc elementy systemów bezpieczeństwa, przeciwdziała awariom urządzeń przemysłowych. Dzięki temu urządzenia oferowane przez podmioty działające w branży AKPiA, w tym przez Aplisens, znajdują zastosowanie w szeroko rozumianym przemyśle i ochronie środowiska. Z powyższych względów w dobie globalizacji, coraz większej konkurencji w przemyśle i zmniejszających się zasobów naturalnych, dla produktów i usług AKPiA, w długim okresie, perspektywy rozwoju są dobre.

Istotna rola popytu restytucyjnego

Wraz z rozwojem poszczególnych sektorów przemysłu zwiększa się zapotrzebowanie na nowe instalacje aparatury kontrolno-pomiarowej i automatyki. Częściowo generowane jest ono przez zużywające się okresowo elementy (np. czujniki i urządzenia pomiarowe). Istotną rolę odgrywają także modernizacje przestarzałych instalacji w związku z zaostrzającymi się wymogami ekologicznymi np. w przypadku instalacji wodnych i ściekowych lub w przemyśle chemicznym.

Ze względu na szerokie spektrum odbiorców i różne możliwości wykorzystania urządzeń, rynek AKPiA nie jest jednorodny. Różnorodność i wielowymiarowość rynku powoduje, że cechą charakterystyczną wielu działających na nim firm jest specjalizacja i działanie w wąskim segmencie rynku. Na rynku AKPiA w zasadzie nie ma jednorodnych zestandaryzowanych produktów i usług, które na masową skalę byłyby kupowane przez odbiorców końcowych, dlatego rynek charakteryzuje znaczne rozdrobnienie.

Ze względu na oferowany asortyment rynku operacyjne spółki można podzielić na następujące segmenty:

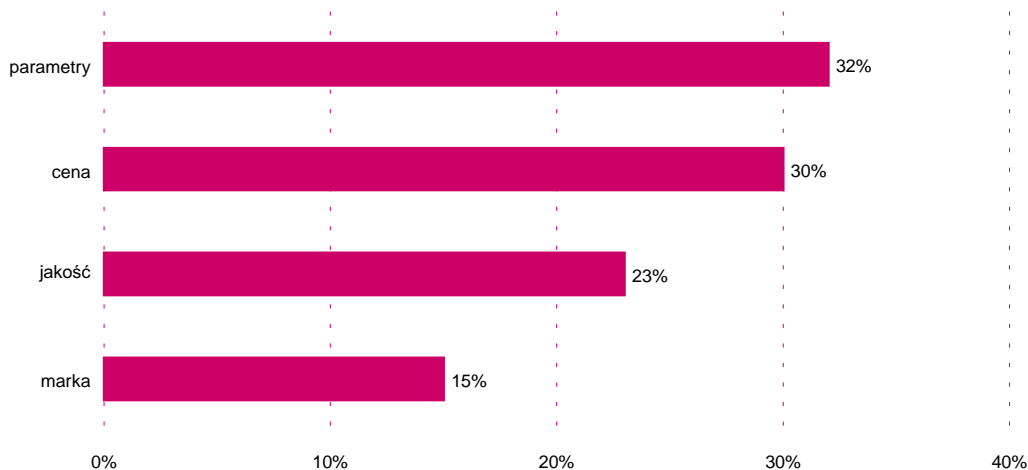
- ❑ przetworniki inteligentne do pomiaru ciśnienia i różnicy ciśnień oraz poziomu (w tym inteligentne sondy poziomu w zbiornikach zamkniętych i hydrostatyczne przetworniki gęstości),
- ❑ przetworniki analogowe do pomiaru ciśnienia i różnicy ciśnień oraz poziomu,
- ❑ sondy do pomiaru głębokości i poziomu (hydrostatyczne)
- ❑ pozostałe, obejmujące separatory membranowe i manometry, aparaturę do pomiaru przepływu, sondy poziom paliwa, przetworniki i czujniki temperatury, zawory i osprzęt montażowy, mierniki progowe, wyświetlacze, rejestratory, zasilacze, separatory, przetworniki sygnałów i in.

Na rynku występuje znaczne zapotrzebowanie na okresowe kontrole, kalibracje oraz serwisowanie urządzeń i aparatury kontrolno-pomiarowej. Urządzenia kontrolno-pomiarowe w wielu przypadkach stosowane są w trudnych warunkach środowiskowych, co związane jest z podwyższonym poziomem ekspozycji na ryzyko uszkodzeń mechanicznych. Z tego względu wiele podmiotów oferuje pełne serwisowanie gwarancyjne i pogwarancyjne urządzeń z branży AKPiA wykorzystywanych w przemyśle. Usługi takie dotyczą także wdrażania systemów, a w szczególności dopasowywania urządzeń pomiarowych do wymagań i aplikacji

klientów. Dostęp do takich usług (możliwość dostarczenia zamiennika lub gwarancja szybkiego serwisu) z punktu widzenia odbiorcy jest często jednym z głównych czynników wpływających na decyzję wyboru danego producenta bądź dystrybutora i staje się standardem na rynku dostawców AKPiA. Aplisens oferuje wymienione usługi, co pozwala uzyskiwać mu wysoki poziom marż i znacznie podwyższa atrakcyjność jego oferty.

Przy wyborze dostawcy urządzeń kontrolno-pomiarowych odbiorcy kierują się wieloma czynnikami, przy czym najważniejszym z nich są parametry techniczne.

Istotność cech systemów pomiarowych wg odbiorców w 2007 roku



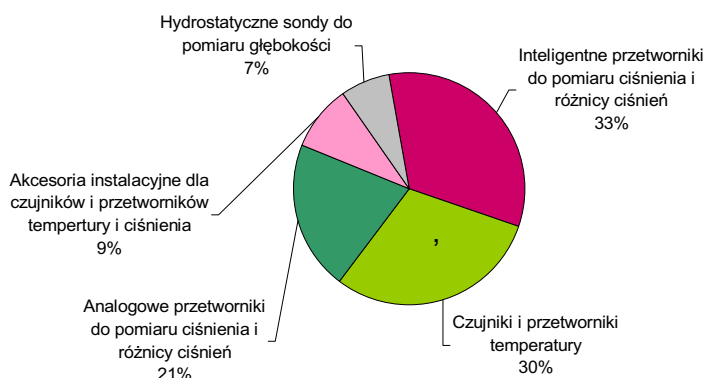
Źródło: Rynek systemów Pomiarowych 5 marca 2008, www.automatykab2b.pl, Millennium DM

Z badania przeprowadzonego przez serwis www.automatykab2b.pl wynika, iż ponad 32% odbiorców przy podejmowaniu decyzji o zakupie danego urządzenia, największą wagę przykładają do parametrów technicznych. Przekłada się to na dużą różnorodność oferowanych urządzeń, podyktowaną dążeniem producentów do opracowania wyspecjalizowanego produktu. Zapewnienie klientom końcowym odpowiedniej konfiguracji parametrów pomiarowych bezpośrednio przekłada się na sukces rynkowy aktywnego dostawcy. Istotnym czynnikiem decydującym o wyborze urządzenia kontrolno-pomiarowego jest również marka produktów. Poza parametrami wymienionymi w badaniu niezwykle istotnym czynnikiem decydującym o wyborze urządzenia kontrolno-pomiarowego jest zapewnianie przez dostawcę wysokiej jakości obsługi przed- i posprzedażowej.

Rynek AKPiA w Polsce

W raporcie "Analiza rynku aparatury kontrolno-pomiarowej w Polsce", sporządzonym na zlecenie spółki przez Instytut Metrologii i Inżynierii Biomedycznej na Wydziale Mechatroniki Politechniki Warszawskiej, wielkość tej części polskiego rynku aparatury pomiarowej, na której działa Aplisens, oszacowano na około 95 mln PLN w 2007 roku. Wyróżniono 5 głównych segmentów: segment analogowych przetworników do pomiaru ciśnienia i różnicy ciśnień, segment inteligentnych przetworników do pomiaru ciśnienia i różnicy ciśnień, segment hydrostatycznych sond do pomiaru głębokości, segment czujników i przetworników temperatury oraz segment akcesoriów instalacyjnych dla czujników i przetworników temperatury i ciśnienia.

Segmenty rynku aparatury kontrolno-pomiarowej w 2007 roku



Źródło: Analiza rynku aparatury kontrolno-pomiarowej w Polsce, Millennium DM,

Największe wartościowo segmenty rynku to segment inteligentnych przetworników do pomiaru ciśnienia i różnicy ciśnień oraz segment czujników i przetworników temperatury. Przewiduje się, że segment przetworników inteligentnych jest najbardziej perspektywiczny i będzie stopniowo zwiększał swój udział kosztem segmentu przetworników analogowych, które zawierają mniej efektywne i mniej zaawansowane rozwiązania technologiczne. Według tego raportu około 2012 roku nastąpi nasycenie rynku przetworników analogowych, a popyt na nie będzie miał charakter głównie odtworzeniowy. Eksperci spodziewają się ponadto niewielkiego spadku cen przetworników inteligentnych ze względu na obniżanie się cen komponentów elektronicznych.

Oczekuje się wzrostu nakładów na inwestycje w Polsce w przemyśle petrochemicznym, energetyce, ochronie środowiska oraz branżach zajmujących się wydobywaniem i przesyłem gazu ziemnego. Spodziewany jest także wzrost popytu odtworzeniowego związanego z koniecznością cyklicznej wymiany zużywających się urządzeń. Przewidywana w raporcie stopa CAGR dla polskiego rynku będzie nieco wyższa od rynku światowego i wyniesie 6.7% w latach 2007-2013. Wartość polskiego rynku aparatury kontrolno-pomiarowej w 2013 roku prognozowana jest na około 138 mln PLN.

Udział podmiotów zagranicznych na poziomie 70%

W 2007 roku około 70% rynku przetworników ciśnienia w Polsce należało do podmiotów zagranicznych oferujących swoje produkty w Polsce. Pozostała część rynku była obsługiwana w dużej mierze przez Aplisens, natomiast sprzedaż innych producentów krajowych była niewielka.

W stosunku do koncernów międzynarodowych, sytuacja polskich producentów działających w branży automatyki przemysłowej jest utrudniona, przede wszystkim ze względu na znaczną przewagę podmiotów zagranicznych w zakresie zaplecza kapitałowego. Niektóre podmioty krajowe potrafią jednak skutecznie konkurować z producentami zagranicznymi zyskując coraz większy udział w rynku polskim. Według artykułu "Duży rynek, różnorodne technologie czujniki parametrów środowiskowych" z grudnia 2007 roku główną przewagą konkurencyjną polskich podmiotów na rynku lokalnym jest fakt, że poza standardową ofertą wykonują one urządzenia na specjalne zlecenie klienta, dostosowując swoje produkty do indywidualnych potrzeb odbiorców. Specjalizacja producentów krajowych w większości przypadków obejmuje również projektowanie, konstruowanie i wytwarzanie urządzeń w małych seriach.

Producenci krajowi posiadają również przewagę nad importerami urządzeń z Dalekiego Wschodu, gdyż w porównaniu z urządzeniami importowanymi z Azji, polskie produkty osiągają lepsze wyniki pod względem niezawodności oraz precyzji pomiarów.

Większość polskich podmiotów na rynku AKPiA to firmy o kilkunastoletniej tradycji, które obsługiwały odbiorców przemysłowych na początku lat 90-tych XX wieku. Obecnie producenci krajowi w dalszym ciągu dostarczają urządzenia odbiorcom krajowym, choć dla wielu producentów coraz większego znaczenia nabiera produkcja

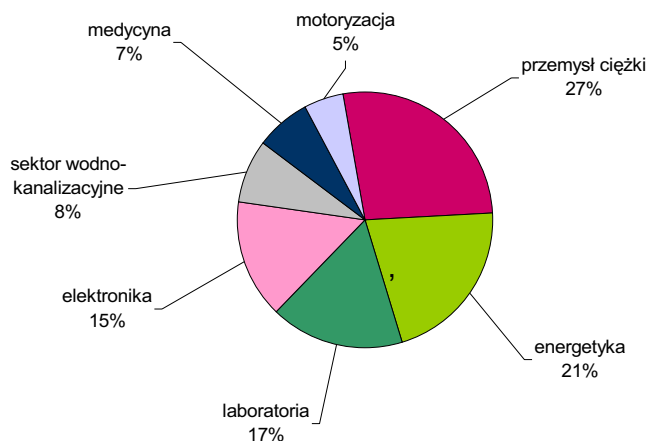
na rynki zagraniczne. Znaczna część polskich podmiotów funkcjonuje na rynku krajowym jedynie jako dystrybutorzy produktów firm zagranicznych, a nieliczne podmioty oferują własne systemy (z przeznaczeniem do różnorodnych pomiarów) oraz działają jako integratorzy tych systemów.

Według ostatnio przytaczanego artykułu, najpopularniejszymi w Polsce markami urządzeń aparatury kontrolno-pomiarowej i automatyki w przypadku przetworników ciśnienia: są APLISENS, Emerson, Honeywell i Wika. W przypadku czujników temperatury są to: Limatherm Sensor (Grupa Introl), Czaki Thermo-Product.

Grupa APLISENS nie posiada bezpośredniej polskiej konkurencji, która miałaby podobną strukturę produktową w swojej ofercie handlowej. Jednak istnieją podmioty, które prowadzą w wybranych segmentach polskiego rynku działalność zbliżoną i częściowo ich oferta handlowa jest podobna do oferty spółki. W obszarze przetworników ciśnienia i sond głębokości są to firmy oferujące produkty importowane: Siemens Sp. z o.o., Endress&Hauser Polska Sp. z o.o., Emerson S.A., Wika Polska S.A. i Jumo Sp. z o.o. Natomiast w obszarze czujników temperatury są to: Limatherm Sensor Sp. z o.o. (Grupa Introl), Czaki Thermo-Product, Termo Precyzja i Ampero Thermo-Est Sp. z o.o.

Na podstawie wielkości rynku oszacowanej przez Instytut Metrologii i Inżynierii Biomedycznej na Wydziale Mechatroniki Politechniki Warszawskiej udział spółki w polskim rynku aparatury pomiarowej, na którym działa spółka (przetworniki ciśnienia, sondy głębokości, czujniki temperatury), określić można na około 25% w 2007 roku.

Udział poszcz. branż w strukturze odbiorców AKPiA w 2007 roku



Źródło: Rynek systemów Pomiarowych 5 marca 2008, Millennium DM

W Polsce, choć na rynku światowym struktura popytu jest zbliżona, urządzenia produkowane przez Aplisens znajdują swoich odbiorców niemal we wszystkich gałęziach przemysłu. Przemysł ciężki z udziałem 27% jest największym odbiorcą. Segmentami, które są bardzo stabilnymi odbiorcami, co jest bardzo istotne w dobie obecnego kryzysu, są energetyka oraz sektor wodno-kanalizacyjny, które łącznie odpowiadają za około 29% popytu.

Rynki AKPiA w krajach WNP

Według raportu firmy Frost&Sullivan "Analiza rynków aparatury kontrolno-pomiarowej w Rosji, Ukrainie i Białorusi", sporządzonego na zlecenie spółki Aplisens w październiku 2008 roku, łączna wartość rynku analogowych przetworników ciśnienia i różnicy ciśnień, inteligentnych przetworników ciśnienia i różnicy ciśnień oraz sond głębokości (główny asortyment spółki tych rynkach) w Rosji, na Ukrainie i na Białorusi w 2007 roku wyniosła ponad 76 mln EUR. Spośród wymienionych krajów największą wartość miał rynek w Rosji, 5 razy większy od analogicznego rynku na Ukrainie.

Według zawartej w raporcie prognozy w 2013 roku analizowana część rynku aparatury kontrolno-pomiarowej w Rosji osiągnie wartość około 138.6 mln EUR przy stopie CAGR na poziomie 14.6% w okresie 2007-2013. Przewiduje się, że wartość rynku ukraińskiego, jako drugiego co do wielkości rynku WNP obsługiwane przez Aplisens, wyniesie w 2013 roku 18 mln EUR, czyli wzrośnie o 44% w stosunku do 2007 roku, przy stopie CAGR na poziomie 6.2% (2007-2013). Wzrost wartości rynku ukraińskiego związany jest z nasileniem popytu inwestycyjnego o charakterze modernizacyjnym. Dynamicznie będzie się rozwijał rynek białoruski, jednak jego wartość nadal pozostanie wyraźnie mniejsza od pozostałych rynków. Według prognozy w 2013 roku wartość białoruskiego rynku aparatury kontrolno-pomiarowej wyniesie blisko 5 mln EUR i wzrośnie o ponad 80% w stosunku do 2007 roku. Stopa CAGR 2007-2013 wyniesie 10.1%. Wzrost rynku białoruskiego stymulowany będzie intensywnymi inwestycjami modernizacyjnymi w przemyśle.

Wartość rynku w mln EUR

	Rosja			Ukraina			Białoruś		
	2007	2013	CAGR	2007	2013	CAGR	2007	2013	CAGR
Analogowe przetworniki ciśnienia i różnicy ciśn.	37.8	85.0	14.5%	8.8	12.4	5.9%	1.6	2.8	9.8%
Inteligentne przetworniki ciśnienia i różnicy ciśn.	20.1	46.8	15.1%	3.1	4.6	6.8%	1.0	1.8	10.3%
Sondy głębokości	3.1	6.7	13.7%	0.6	0.9	7.0%	0.1	0.2	12.2%
Razem	61.0	138.5	14.6%	12.5	17.9	6.2%	2.7	4.8	10.1%

Źródło: Analiza rynku aparatury kontrolno-pomiarowej w Rosji, Ukrainie i Białorusi, Frost&Sullivan, 2008 r., Millennium DM S.A.,

Na rynkach krajów WNP Aplisens konkuruje w wybranych segmentach rynku przede wszystkim z następującymi podmiotami: Metran, Emerson, Yokogawa Electric Corporation, Endress&Hauser i JUMO GmbH & Co. KG.

Według raportu w segmencie analogowych i inteligentnych przetworników ciśnienia i różnicy ciśnień oraz sond głębokości w Rosji i na Ukrainie dominującą pozycję zajmuje Metran. Natomiast na rynku białoruskim liderem jest Aplisens, posiadająca około 1/3 rynku.

Pozycja spółki na rynku rosyjskim

Według danych przedstawionych w raporcie rosyjski rynek analogowych przetworników zdominowany jest przez firmy rosyjskie, w tym głównie Metran. Wśród najważniejszych uczestników rynku raport wymienia także Aplisens. Natomiast rynek inteligentnych przetworników ciśnienia w Rosji zdominowała Yokogawa. Znaczny udział posiadają także Emerson, który współpracuje z Metran. Pozostałe istotne podmioty obecne na rynku to m.in. Endress & Hauser oraz Aplisens. Rynek przetworników inteligentnych jest znacznie bardziej skoncentrowany niż rynek przetworników analogowych (trzech największych producentów zajmuje niemal 75% rynku). Na rosyjskim rynku sond hydrostatycznych należy wyróżnić: m.in. Endress&Hauser, APLISENS, BD-Sensors i Metran.

Liderem ukraińskiego rynku analogowych przetworników ciśnienia jest firma Metran, natomiast w dalszej kolejności należy wyróżnić Elemer oraz Aplisens, odnotowującą w ostatnich latach dynamiczny wzrost obrotów. Ponad połowa rynku znajduje się natomiast w rękach uczestników o znacznie mniejszych udziałach. Rynek inteligentnych przetworników ciśnienia na Ukrainie zdominowany jest przez firmy: Emerson współpracujący z Metran oraz Yokogawa. W dalszej kolejności należy wskazać Aplisens. Na ukraińskim rynku sond do pomiaru głębokości w 2007 roku na pozycji lidera znajdował się Metran. Kolejni uczestnicy rynku to Aplisens oraz Endress&Hauser.

Według raportu liderem rynku analogowych i inteligentnych przetworników ciśnienia na Białorusi jest Aplisens, natomiast kolejne miejsca zajmują Metran wraz z Emerson, Elemer i Yokogawa. Istotnymi uczestnikami rynku są także białoruski TeploSar i Endress&Hauser. Na rynku sond do pomiaru głębokości największe udziały mają kolejno: Aplisens i Metran.

Rynki AKPiA w krajach Unii Europejskiej

Według raportu "European Pressure Sensors and Transmitters Markets" z 2005 roku sporządzonego przez Frost&Sullivan, wartość całego rynku czujników i przetworników ciśnienia w Europie (przy czym spośród krajów Europy Środkowo-Wschodniej raport uwzględniał Litwę, Łotwę, Estonię, Polskę, Bułgarię, Węgry, Rumunię, Czechy, Słowację i Słowenię) wyniosła około 1 484.8 mln USD. W przypadku rynku europejskiego przewidywane wartości CAGR są na niższym poziomie niż dla rynku polskiego czy krajów WNP wynoszą 4.9% w okresie 2005-2012 - w 2012 roku cały europejski rynek czujników i przetworników ciśnienia miałby osiągnąć wartość 2 069.6 mln USD.

Raport wskazuje, że europejski rynek czujników i przetworników ciśnienia osiąga dojrzałość. Jest silnie konkurencyjny i zdominowany przez podmioty międzynarodowe takie jak Emerson, ABB, Honeywell, Endress&Hauser lub Yokogawa. W skali od 1 do 10 konkurencyjność rynku oceniana jest na poziomie 6, a udział w rynku trzech największych podmiotów wynosi 37.5%. Istnieje też znaczna liczba małych i średnich przedsiębiorstw działających na rynkach niszowych zastosowań lub o ograniczonym zasięgu geograficznym. Większość z nich to małe lub średnie start-upy, które zaopatrują rynki regionalne lub specyficznych odbiorców końcowych. W sumie na europejskim rynku czujników i przetworników ciśnienia działa około 100 producentów. Wielkie firmy międzynarodowe oferują szerszy zakres produktowy i zaopatrują zróżnicowanych użytkowników końcowych i obszary geograficzne.

Zintensyfikowana konkurencja cenowa ogranicza jednak zyskowność wielu uczestników rynku. Największym rynkiem europejskim jest rynek niemiecki. Kolejne pod względem wielkości rynki to: brytyjski, francuski i włoski. Największy potencjał wzrostu ma rynek Europy Środkowo-Wschodniej, choć jego udział w rynku europejskim jest oceniany na poniżej 5%. Najważniejszymi podmiotami funkcjonującymi na rynkach Unii Europejskiej są: Siemens, Emerson, Yokogawa, Endress&Hauser i ABB.

Charakterystyka spółki

Historia spółki

Aplisens S.A. jest renomowanym producentem i dostawcą kompleksowych rozwiązań systemowych w dziedzinie aparatury kontrolno-pomiarowej i automatyki. Spółka specjalizuje się głównie w produkcji przetworników ciśnienia, czujników temperatury i sond głębokości i jest największym krajowym ich producentem.

Historia spółki sięga 1992 roku, kiedy to sześciu pracowników jednego z działów badawczo-rozwojowych Oddziału Badań i Rozwoju Aparatury Pomiarowej Przemysłowego Instytutu Automatyki i Pomiarów "PIAP" z siedzibą w Warszawie założyło spółkę cywilną pod nazwą APLISENS. Spółka ta odkupiła od Instytutu technologie, produkcję w toku i materiały.

Następnie w historii spółki możemy wyliczyć następujące najważniejsze wydarzenia:

- ❑ 28 sierpnia 1996 roku - Zawiązanie Aplisens Sp. z o. o. z kapitałem założycielskim 10 tys. PLN.
- ❑ 21 stycznia 1997 roku - Podwyższenie kapitału zakładowego Aplisens Sp. z o. o. do 582 tys. PLN.
- ❑ 21 stycznia 2001 roku - Utworzenie oddziałów w Ostrowie Wielkopolskim (w 2003 roku rozpoczęto produkcję sond do pomiaru poziomu paliwa) oraz w Moskwie.
- ❑ 29 czerwca 2001 roku - Uchwała o podwyższeniu kapitału zakładowego spółki do 600 tys. PLN.
- ❑ Marzec 2001 roku - Utworzenie spółki OOO APLISENS z siedzibą w Moskwie.
- ❑ 2004 rok - Zawiązanie wspólnie z panem Marcinem Chętnikiem spółki OSK Sp. z o. o.
- ❑ 2004 rok - powstanie na Białorusi spółki SOOO APLISENS.

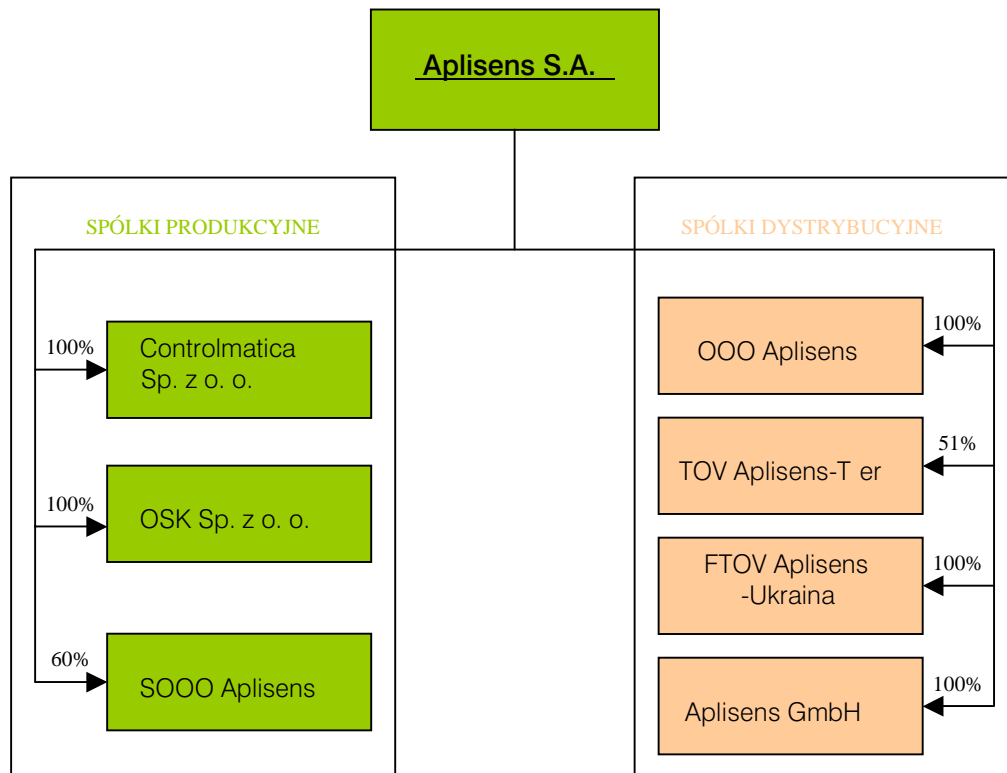
- ❑ 2005 rok - powstanie spółki dystrybucyjnej TOV APLISENS-Ter, z siedzibą na Ukrainie.
- ❑ Styczeń 2006 roku - powstanie oddziału spółki APLISENS w Krakowie, gdzie rozpoczęto produkcję czujników temperatury.
- ❑ 2006 rok - Utworzenie na Ukrainie spółki dystrybucyjnej TOV "APLISENS-Ukraina".
- ❑ 17 listopada 2007 roku - NZW APLISENS Sp. z o. o. podjęło uchwałę o podwyższeniu kapitału zakładowego do wysokości 2 mln PLN.
- ❑ Luty 2008 roku - Zawiazanie spółki dystrybucyjnej APLISENS GmbH (Niemcy).
- ❑ 26 marca 2008 roku - Podjęcie uchwały o przekształceniu APLISENS Sp. z o. o. w spółkę akcyjną.
- ❑ 21 lipca 2008 roku - Podpisanie ze spółką Mera-Pnefal S.A., właścicielem 100% udziałów w spółce Controlmatica ZAP-Pnefal Sp. z o.o., umowy o przejęciu kontroli nad tą spółką.
- ❑ 15 listopada 2008 roku - odkupienie od Marcina Chętnika 49% udziałów w OSK Sp. z o.o,
- ❑ 24 lutego 2009 r. Aplisens stał się jedynym wspólnikiem Controlmatica ZAP-Pnefal Sp. z o.o. W dniu 31 marca 2009 r. nadzwyczajne zgromadzenie wspólników Controlmatica ZAP-Pnefal Sp. z o.o. podjęło uchwałę w sprawie podwyższenia kapitału w Controlmatica ZAP-Pnefal Sp. z o.o. o kwotę 1 875,5 tys. PLN to jest do kwoty 3 200 tys. PLN przez utworzenie 3 751 nowych udziałów, które zostały objęte i opłacone gotówką przez jedynego wspólnika - APLISENS S.A. Zmiana nie została jeszcze zarejestrowana w KRS.

W okresie ostatnich kilkunastu lat od momentu powstania, spółka realizowała konsekwentny i systematyczny rozwój w ramach pierwotnie wybranych rynków branży aparatury kontrolno-pomiarowej. Rozwój spółki przyspieszył na początku obecnej dekady wraz z odważniejszym wejściem na rynki wschodnie. Kolejnym impulsem do dalszego rozwoju może być przejęcie spółki Controlmatica oraz zapowiedz kolejnych akwizycji, jak również dynamiczny rozwój na rynkach krajów Europy Zachodniej w tym w szczególności w Niemczech.

Struktura Grupy Kapitałowej Aplisens

Aplisens S.A. jest podmiotem dominującym Grupy Kapitałowej, która jest największym polskim producentem w wybranych segmentach rynku aparatury kontrolno pomiarowej. Profil produkcyjny spółki obejmuje przetworniki ciśnienia, czujniki temperatury i sond głębokości. W powyższym zakresie spółka oferuje kompleksowe rozwiązania systemowe obejmujące: konsultacje przed sprzedażą, dostawę oraz szkolenia i serwis po sprzedaży.

Ponadto Grupa Aplisens od końca 2008 roku (wraz z przejęciem kontrolnego pakietu akcji spółki Controlmatica) wytwarza elementy automatyki przemysłowej oraz świadczy usługi serwisu i automatyzacji obiektów przemysłowych.



Obecnie Grupę Kapitałową Aplisens tworzą następujące podmioty:

- Aplisens S.A. z siedzibą w Warszawie - podmiot dominujący w stosunku do pozostałych jednostek Grupy Kapitałowej; spółka matka odpowiada za strategię, projektowanie, zarządzanie kadrami oraz koordynację działań całej Grupy; Aplisens SA odpowiada za dystrybucję wyrobów na rynku krajowym; podejmuje także działania zmierzające do optymalizacji kosztów operacyjnych dla wszystkich spółek zależnych między innymi poprzez koordynację na poziomie całej grupy: polityki inwestycyjnej, kredytowej, zarządzania finansami, prowadzenia procesów zaopatrzenia materiałowego; ponadto rolą spółki jest także kreowanie jednolitej polityki handlowej i marketingowej Grupy; produkcja odbywa się w trzech zakładach działających na terenie Polski:

w Warszawie, gdzie produkowany jest cały asortyment przetworników ciśnienia i różnicy ciśnień w wersji analogowej i inteligentnej, sondy do pomiar głębokości i poziomu oraz separatory membranowe,

w oddziale w Ostrowie Wielkopolskim, gdzie produkowane są sondy do pomiar poziomu paliwa w zbiornikach samochodowych ciężarowych i maszyn roboczych, zasilacze i separatory oraz analogowe przetworniki ciśnienia,

w oddziale w Krakowie, gdzie produkowane są czujniki temperatury i osprzęt do tych czujników.

- Controlmatica ZAP-Pnefal Sp. z o.o. z siedzibą w Ostrowie Wielkopolskim - jest producentem elementów automatyki przemysłowej, produkuje i oferuje szeroki asortyment wyspecjalizowanych wyrobów, w szczególności siłowniki elektryczne, regulatory dwustanowe, ustawniki pozycyjne i zawory; w jej ofercie znajdują się również usługi serwisowe oraz usługi projektowania układów AKPiA, kompletacji dostaw i montażu obiektowego; Aplisens stał się właścicielem 100% jej udziałów w wyniku realizacji umowy z Mera-Pnefal z lipca 2008 roku, z dniem przejścia spółka przestała produkować przetworniki ciśnienia i różnicy ciśnień, które znajdują się w ofercie spółki Aplisens, jest w posiadaniu wielu certyfikatów branżowych potwierdzających wysoką jakość produktów, stosuje System Jakości zgodny z wymaganiami normy EN ISO 9001:2000, wytwarza urządzenia wykorzystywane w energetyce, przemyśle stoczniowym, przemyśle chemicznym i petrochemicznym, ciepłownictwie, przemyśle spożywczym, górnictwie i hutnictwie oraz gospodarce komunalnej,

- ❑ OSK Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie - prowadzi działalność w zakresie obróbki mechanicznej części ze stali kwasoodpornej, podmiot ten jest głównym kooperantem Aplisens w zakresie obróbki stali, który odbiera 100% obrobionych elementów stalowych,
- ❑ SOOO APLISENS z siedzibą w Witebsku na Białorusi - zajmuje się produkcją i dystrybucją przyrządów i urządzeń kontrolno-pomiarowych (m. in. analogowe przetworniki ciśnienia) oraz montażem inteligentnych przetworników ciśnienia i separatorów; dodatkowo Aplisens Białoruś prowadzi serwis gwarancyjny i pogwarancyjny większości produktów sprzedawanych na rynkach wschodnich (również urządzeń produkowanych w zakładach zlokalizowanych w Polsce),
- ❑ OOO Aplisens z siedzibą w Moskwie - zajmuje się dystrybucją produktów spółki na rynkach wschodnich (głównie w Rosji)
- ❑ TOV APLISENS-Ukraina z siedzibą w Kijowie - zajmuje się dystrybucją produktów spółki na Ukrainie,
- ❑ TOV APLISENS-Ter z siedzibą w Tarnopolu - prowadzi działalność w zakresie dystrybucji produktów spółki na Ukrainie jako partner TOV Aplisens-Ukraina,
- ❑ Aplisens GmbH (Aplisens Niemcy) z siedzibą w Heusenstamm w Niemczech - profilem działalności spółki jest dystrybucja produktów Grupy na rynkach niemieckojęzycznych.

Najważniejszymi podmiotami Grupy Aplisens, które dodatkowo obejmowane są skonsolidowanym sprawozdaniem finansowym są: OSK Sp. o.o., Controlmatica ZAP-Pnefal Sp. o.o., Aplisens Moskwa oraz Aplisens Białoruś.

Aplisens rozpoczął tworzenie Grupy Kapitałowej w 2001 roku poprzez utworzenie spółki dystrybucyjnej w Moskwie. Następnym krokiem było zawiązanie dwóch spółek produkcyjnych: OSK Sp. z o.o. oraz SOOO Aplisens na Białorusi. W latach 2005-2008 Aplisens utworzył trzy spółki dystrybucyjne: dwie na Ukrainie i jedną w Niemczech w celu umocnienia swojej pozycji na tych perspektywicznych rynkach.

Akwizycja Controlmatica

Jednak najważniejszym krokiem w budowie Grupy była pierwsza akwizycja przeprowadzona w 2008 roku. W dniu 21 lipca 2008 roku spółka popisała ze spółką Mera-Pnefal SA właścicielem 100% udziałów w spółce Controlmatica ZAP-Pnefal Sp. z o.o., umowę o przejęcie kontroli nad tą spółką. W ramach realizacji tej umowy w dniu 22 września 2008 roku spółka objęła po cenie nominalnej 2 649 udziałów w spółce Controlmatica ZAP-Pnefal Sp. o.o., co stanowiło 50,01% kapitału zakładowego przejmowanej spółki. Również w dniu 22 września 2008 r. Controlmatica ZAP-Pnefal Sp. z o.o. zawarła umowę nabycia pozostałych udziałów własnych od Mera Pnefal S.A. celem umorzenia. W dniu 24 lutego 2009 r. została wpisana do rejestru przedsiębiorców informacja o obniżeniu wysokości kapitału zakładowego Controlmatica ZAP-Pnefal Sp. z o.o., w wyniku czego spółka stała się jedynym wspólnikiem tej spółki. W dniu 31 marca 2009 r. nadzwyczajne zgromadzenie wspólników Controlmatica ZAP-Pnefal Sp. z o.o. podjęło uchwałę w sprawie podwyższenia kapitału w Controlmatica ZAP-Pnefal Sp. z o.o. o kwotę 1 875.5 tys. PLN to jest do kwoty 3 200 tys. PLN przez utworzenie 3 751 nowych udziałów, które zostały objęte i opłacone gotówką przez jedynego wspólnika - APLISENS S.A. Zmiana nie została jeszcze zarejestrowana w KRS.

Z chwilą przejęcia kontroli, Aplisens rozpoczął proces włączania sieci dystrybucji Controlmatica ZAP-Pnefal Sp. z o.o. do struktur Grupy.

Aplisens planuje przeprowadzenie działań restrukturyzacyjnych mających na celu poprawę efektywności wykorzystania posiadanych przez Controlmatica zasobów oraz osiągnięcie znacznych oszczędności. Planowane działania restrukturyzacyjne obejmą najważniejsze obszary działalności spółki i przeprowadzone zostaną w trzech płaszczyznach: przychodowej, kosztowej oraz zarządzania majątkiem. Dodatkowo dzięki jej przejęciu Aplisens zamierza wygenerować wiele synergii. Miedzy innymi włączenie Controlmatica w struktury Grupy Aplisens pozwoli na znaczne zwiększenie jej skali działalności. Aplisens planuje również poniesienie nakładów inwestycyjnych w zakresie rozwoju Controlmatica ZAP-Pnefal Sp. z o.o. zwiększających moce produkcyjne o co najmniej 60%.

W ramach oferty sprzedażowej Aplisens zamierza połączyć doświadczenie i zdobyte know-how w celu intensywnego rozwijania najbardziej perspektywicznych produktów Controlmatica ZAP-Pnefal Sp. z o.o. Wyroby takie jak siłowniki, sygnalizatory dwustanowe i ustawniki zapewnią wzbogacenie dotychczasowego portfela produktowego Grupy Aplisens. Spółka szacuje, że dzięki doświadczeniu Controlmatica ZAP-Pnefal Sp. z o.o. w obszarze usług automatyzacji oraz korzyściom uzyskanym z włączenia jej w struktury Grupy Aplisens, będzie możliwe uzyskanie w kolejnych latach znaczącego wzrostu przychodów z usług automatyzacji. Aplisens szacuje że powyższe działania oraz włączenie Controlmatica ZAP-Pnefal Sp. z o.o. w sieć dystrybucji Grupy przełoży się na dodatkowy wzrost przychodów Controlmatica na poziomie około 21% w 2009 roku, co wygeneruje efekty synergii w prognozowanych przychodach Grupy na 2009 rok na poziomie około 1.8 mln PLN.

Aplisens szacuje, że od 2009 roku będzie możliwe uzyskanie rocznie w skali Grupy około 400 tys. PLN oszczędności wynikających z podjętych działań o charakterze krótkoterminowym. Do działań tych w szczególności zaliczają się renegocjacje umów z dostawcami usług i komponentów oraz restrukturyzacja zatrudnienia.

Działalność operacyjna poszczególnych podmiotów Grupy Aplisens ma charakter komplementarny i skupiony w jednej branży. Wszystkie podmioty są skoncentrowane na produkcji, świadczeniu usług bądź dystrybucji w zakresie aparatury kontrolno pomiarowej.

Produkty, towary

Podstawową działalnością Grupy Aplisens jest produkcja przemysłowej aparatury kontrolno-pomiarowej i elementów automatyki (AKPiA), a także kompleksowe doradztwo w zakresie projektowania oraz opracowania zastosowań produktów znajdujących się w ofercie. Znamienne jest to, że w skład Grupy Aplisens wchodzi spółki o profilu projektowym, wykonawczym i dystrybucyjnym, co pozwala realizować wysoką marżę na oferowanych produktach.

W ramach rynku AKPiA spółka koncentruje się na produkcji przetworników ciśnienia, gdzie jest największym krajowym producentem oraz od niedawna na rynku czujników temperatury, gdzie odnotowuje dynamiczny wzrost udziału rynkowego. Urządzenia te znajdują zastosowanie w wielu gałęziach przemysłu takich jak: energetyka, ciepłownictwo, przemysł chemiczny, rafinerijny i petrochemiczny, górniczy, spożywczy, farmaceutyczny, cukrowniczy, wodociagowo-kanalizacyjny i innych.

W zasadzie wszystkie zaawansowane technologicznie komponenty do produkowanych urządzeń - poza elementami elektronicznymi i krzemowymi czujnikami ciśnienia - wytwarzane są w obrębie grupy. Outsourcing produkcji dotyczy niektórych elementów mniej zaawansowanych technologicznie i odbywa się pod nadzorem i według typologii opracowanej przez spółkę, a w wielu przypadkach w oparciu o dostarczone przez Grupę materiały i surowce. Spółka prowadzi także produkcję poszczególnych elementów urządzeń na zlecenie w podmiotach zewnętrznych. Ponadto w poszczególnych grupach ofertowych urządzeń Grupa prowadzi sprzedaż modeli wyprodukowanych przez innych producentów, wykorzystując przy tym własne logo, jednak ich udział nie przekracza 10% wartości sprzedaży i nie są one istotne z punktu widzenia asortymentu sprzedażowego spółki.

Wysoka jakość produktów spółki

Wysoka jakość oferowanych produktów, doświadczony zespół projektowy o dogłębnej znajomości technologii, rynku, posiadane certyfikaty ISO 9001:2000 i 14001:2004 to główne atuty spółki, które przyczyniły się do osiągnięcia i utrzymania przez nią bardzo silnej pozycji na rynku krajowym.

O wyborze produktów spółki decyduje między innymi fakt, iż Aplisens prowadzi doradztwo przedsprzedażowe i serwis posprzedażowy. Grupa gwarantuje funkcjonalność rozwiązań zaproponowanych w oferowanych produktach. Usługi dodatkowe stanowią istotny element oferty handlowej spółki i w głównej mierze stanowią o jej sukcesie. Grupę wyróżnia elastyczne podejście do obsługi klienta.

Aplisens oferuje prawie wyłącznie produkty zaprojektowane we własnym zakresie i pod własną marką

APLISENS. Udział urządzeń produkowanych według typologii innych podmiotów i pod inną marką wynosi mniej niż 1% sprzedaży ogółem

Spółka produkuje szeroki i zróżnicowany portfel produktów. Oferta asortymentowa obejmuje:

- przetworniki do pomiaru ciśnienia (lub poziomu w zbiornikach otwartych),
- przetworniki do pomiaru różnicy ciśnień (lub poziomu w zbiornikach zamkniętych),
- separatory membranowe,
- zawory i osprzęt montażowy,
- sondy głębokości, poziomu i przetworniki gęstości,
- aparatura do pomiaru przepływu,
- przetworniki temperatury,
- czujniki temperatury,
- programowalne mierniki progowe, wyświetlacze, rejestratory danych,
- zasilacze, separatory, przetworniki sygnałów,
- sondy poziomu paliwa.

Przetworniki do pomiaru ciśnienia (lub poziomu w zbiornikach otwartych) to urządzenia przeznaczone do pomiaru ciśnienia, podciśnienia i ciśnienia absolutnego gazów, par i cieczy. Mogą być także wykorzystywane do pomiaru poziomu cieczy w zbiornikach otwartych (bezcisnieniowych). Spółka produkuje inteligentne przetworniki ciśnienia (użytkownik ma możliwość komunikacji i wymiany danych z przetwornikiem za pomocą komputera lub komunikatora) oraz analogowe przetworniki ciśnienia.

Aplisens produkuje **przetworniki do pomiaru różnicy ciśnień** gazów, par i cieczy. Mogą być wykorzystane także do pomiaru poziomu lub gęstości cieczy w zbiornikach zamkniętych (ciśnieniowych) oraz do pomiaru przepływu na kryzie pomiarowej. Spółka produkuje inteligentne i analogowe przetworniki różnicy ciśnień.

Aplisens produkuje **separatory membranowe i manometry z separatorami**. Te pierwsze łączone są z przetwornikami ciśnienia, manometrami oraz przetwornikami różnicy ciśnień w celu oddzielenia ich od niekorzystnego wpływu parametrów medium takich jak niska lub wysoka temperatura, lepkość, zanieczyszczenia, wysoka korozyjność, krystalizacja na ściankach zbiornika.

Zawory i osprzęt montażowy są w ofercie spółki, gdyż są urządzeniami niezbędnymi do montażu przetworników ciśnienia i różnicy ciśnień.

Aplisens produkuje **sondy głębokości, poziomu i przetworniki gęstości**. Spółka produkuje je w wersjach inteligentnych i analogowych. Przeznaczone są do pomiaru głębokości w zbiornikach otwartych i zamkniętych. Hydrostatyczne przetworniki gęstości przeznaczone są do pomiaru gęstości produktów ropopochodnych, paliw płynnych - w tym gazu LPG - oraz innych cieczy.

W ramach oferowanej przez spółkę **aparatury do pomiaru przepływu** dostępne są przepływomierze elektromagnetyczne przeznaczone do pomiaru przepływu cieczy. Podstawowe obszary zastosowań to gospodarka wodno-ściekowa (uzdatnianie wody, oczyszczalnie ścieków, stacje filtrów), przemysł chemiczny, spożywczy, farmaceutyczny, górnictwo, hutnictwo i energetyka.

Przetworniki temperatury przeznaczone są do współpracy z rezystancyjnymi i termoelektrycznymi czujnikami temperatury. Przetwarzają przyrosty rezystancji termorezystorów lub przyrosty napięć czujników termoelektrycznych na zunifikowany sygnał prądowy.

Czujniki temperatury przeznaczone są do pomiaru temperatury praktycznie we wszystkich obiektach przemysłowych. Znajdują zastosowanie w miejscu, gdzie zachodzi konieczność kontroli oraz precyzyjnego sterowania procesem technologicznym. Jakość wyrobów wielu branż oraz poprawne działanie urządzeń w ścisły sposób zależą od możliwości właściwego pomiaru temperatury. Aplisens produkuje dwa rodzaje czujników temperatury: rezystancyjne i termoelektryczne.

W ofercie spółki dostępne są **programowalne mierniki progowe i wyświetlacze** przeznaczone do współpracy z przetwornikami pomiarowymi ze standardowym sygnałem wyjściowym prądowym lub napięciowym. Umożliwiają wskazanie cyfrowe mierzonej wartości na diodowym wyświetlaczu.

Przemysłowy rejestrator danych przeznaczony jest do pomiaru, rejestracji oraz prezentacji zebranych danych pomiarowych.

W ofercie spółki dostępne są **zasilacze** sieciowe przeznaczone do zasilania urządzeń automatyki napięciem stałym 24V. Przeznaczone są przede wszystkim do przetworników ciśnienia, różnicy ciśnień i temperatury produkowanych w ramach Grupy.

Separatory i przetworniki sygnałów przeznaczone są do oddzielenia obwodów pomiarowych zainstalowanych na obiekcie od części centralnej. Pozwala to w znacznym stopniu wyeliminować wpływ zakłóceń obiektowych w układach kontroli, regulacji i rejestracji systemów automatyki.

Sondy poziomu paliwa przeznaczone są do pomiaru poziomu paliwa w zbiornikach pojazdów samochodowych, maszyn roboczych i lokomotyw. Specjalna konstrukcja obudowy sondy umożliwia zamontowanie jej bezpośrednio do zbiornika paliwa pojazdu. Sondy poziomu paliwa produkowane przez spółkę posiadają Homologację Ministerstwa Transportu (obecnie Ministerstwo Infrastruktury)

Wszystkie wymienione produkty posiadają niezbędne certyfikaty dopuszczające je do obrotu na rynkach Unii Europejskiej oraz są akceptowane na większości rynków świata. Zdecydowana większość opisanych wyżej produktów oferowanych przez Grupę posiada certyfikaty niezbędne do wprowadzania ich na Rynki Krajów WNP. W zależności od rynku niektóre z wymienionych produktów oferowane są pod różnymi typami (pod marką APLISENS).

W efekcie prowadzonych prac rozwojowych Aplisens wprowadził do produkcji w ostatnich latach szereg nowych urządzeń o innowacyjnym charakterze użyteczności. Spółka, w ramach rozwoju swojej działalności badawczej planuje, uruchomienie akredytowanego laboratorium ciśnienia w Warszawie oraz akredytowanego laboratorium temperatury w Krakowie. W ramach działalności laboratoriów Aplisens będzie mógł dokonywać pomiarów wzorcowanych w ściśle określonych warunkach dla celów wewnętrznych Grupy jak również w ramach działalności komercyjnej.

Działalność produkcyjna w Grupie Aplisens prowadzona jest w podmiocie dominującym Aplisens S.A. w trzech lokalizacjach: w zakładzie w Warszawie, w zakładzie Ostrowie Wielkopolskim oraz w zakładzie w Krakowie. Prosta produkcja oraz konfekcjonowanie prowadzone jest także w spółce zależnej na Białorusi (APLISENS Białoruś). Spółką z Grupy, która produkuje podzespoły jest OSK Sp. z o. o. Profil produkcyjny ma także przejęta w roku ubiegłym Controlmatica ZAP-Pnefal Sp. z o. o. w Ostrowie Wielkopolskim. Zakłady produkcyjne spółki zlokalizowane są więc głównie w regionach, gdzie działają duże zakłady przemysłowe oraz gdzie znajduje się wiele szkół technicznych oraz wyższych szkół inżynierskich.

Sprzedaż

Wartość sprzedaży

Pod względem segmentów branżowych sprzedaż spółki można najogólniej podzielić na dwie grupy:

- przemysłową aparaturę pomiarową i elementy automatyki w ramach działalności na rynku AKPiA (przetworniki do pomiaru ciśnienia i różnicy ciśnień i sondy głębokości),

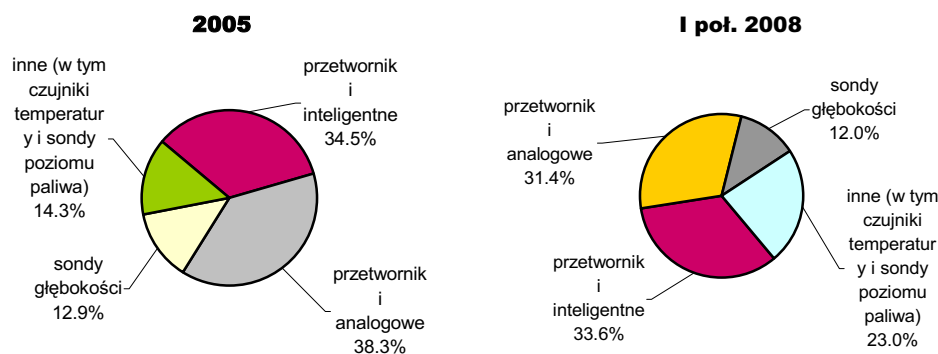
- osprzęt pomocniczy do przemysłowej aparatury pomiarowej i elementów automatyki (mierniki, przetworniki temperatury, wyświetlacze, manometry i zawory).

Powyższy podział pokrywa się w dużym stopniu z podziałem na produkty oraz towary w rachunku zysków i strat. W okresie ostatnich czterech lat udział osprzętu pomocniczego był bardzo stabilny i oscylował w przedziale 10-12%.

W rozbiciu na główne grupy produktów sprzedaż produktów spółki można podzielić na:

- przetworniki inteligentne do pomiaru ciśnienia i różnicy ciśnień,
- przetworniki analogowe do pomiaru ciśnienia i różnicy ciśnień,
- sondy głębokości i poziomu,
- inne (w tym czujniki temperatury i sondy poziomu paliwa).

Sprzedaż spółki w rozbiciu na główne grupy produktów



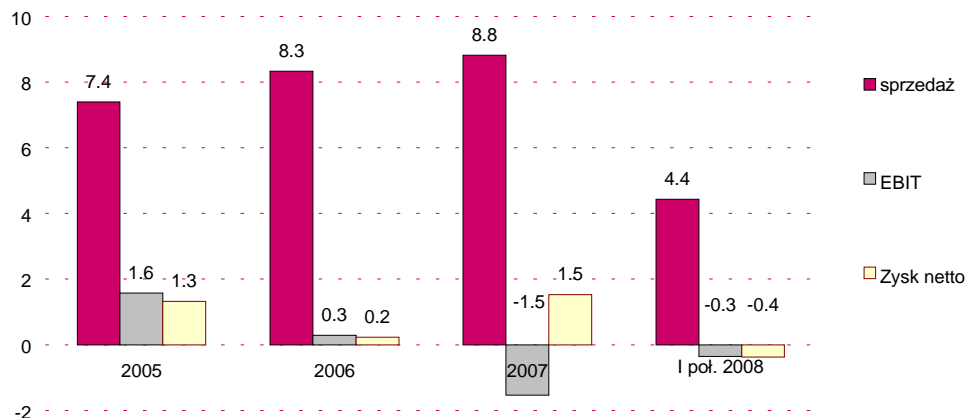
Źródło: Aplsens S.A.; Millennium DM

Analizując zmiany struktury sprzedaży według głównych grup produktów na przestrzeni ostatnich kilku lat widoczna jest tendencja wzrostu znaczenia czujników temperatury oraz sond poziomu paliwa, kosztem przetworników - zwłaszcza analogowych. Stabilizują się natomiast udziały sond głębokości.

Dynamiczny wzrost udziału czujników temperatury i sond poziomu paliwa znacząco wzrósł w wyniku wprowadzenia do sprzedaży unowocześnionych sond do pomiaru poziomu paliwa.

W latach 2005-2007 Aplsens zanotował dynamiczny wzrost przychodów ze sprzedaży (o 43%). Wynikał on między innymi z intensyfikacji sprzedaży na rynkach zagranicznych (głównie wschodnich) poprzez rozbudowę sieci dystrybucji spółek zależnych oraz zwiększonej wartości zamówień od klientów, wynikających z dobrej koniunktury w przemyśle. Dodatkowo na zwiększenie poziomu przychodów wpłynęło poszerzenie oferty asortymentowej, w szczególności o sondy do pomiaru poziomu paliwa oraz czujniki temperatury. Dodatkowo podejmowane przez spółkę działania w zakresie promocji i dystrybucji sprzyjały zwiększaniu poziomu sprzedaży pozostałego asortymentu Grupy.

Przychody i zyski spółki Controlmatica ZAP-Pnefal Sp. z o. o.



Źródło: Aplsens S.A., Millennium DM

Analizując wartość sprzedaży spółki, należy mieć na uwadze fakt, iż w celu usprawnienia eksportu swoich produktów do krajów WNP, korzysta ona z pośrednictwa podmiotów, które pełnią funkcję jedynie logistyczną, niewchodzących w skład Grupy Kapitałowej. Aplsens najpierw sprzedaje swoje produkty do krajowych podmiotów logistycznych (obecnie M-System, a do lipca 2008 także Logistic-MB s.c.), które następnie dokonują odsprzedaży 100% zakupionych wyrobów na Rynki Krajów WNP prawie wyłącznie do spółek dystrybucyjnych i produkcyjnych z Grupy Aplsens zlokalizowanych na terytorium na Białorusi, Rosji i Ukrainy.

Wartość sprzedaży do spółek logistycznych i jej udział w łącznej sprzedaży Aplsens

	2005	2006	2007	I poł. 2008
Logistic-MB sc.	0	1 391	3 094	1 457
M-System	3 026	3 097	2 388	2 598
Razem	3 026	4 488	5 482	4 055
Udział w łącznych przychodach spółki	10.5%	12.4%	13.3%	19.7%

Źródło: Aplsens S.A.; Millennium DM

W ten sposób Aplsens dokonuje eksportu istotnej części swojej sprzedaży przeznaczonej na rynki wschodnie. Obecnie spółka korzysta z usług jednego pośrednika - spółki M-System Brzostek Mateusz w Warszawie. Pośrednik zobowiązany jest umową do odsprzedaży nabywanych od Aplsens produktów do wskazanych przez spółkę odbiorców. Nie może on nabywać produktów konkurencyjnych. Wynagrodzenie pośrednika ma charakter prowizyjny i tylko nieznacznie przekracza koszty pośrednika. Naszym zdaniem model eksportu znacznej części produktów na rynki wschodnie wpływa na zwiększenie wartości wykazywanych przychodów i kosztów spółki jednak nie wpływa w istotny sposób na jej wyniki. Z wyjaśnień spółki wynika, że wybór takiego właśnie modelu eksportu wynika z dążenia do zoptymalizowania kosztów logistycznych oraz usprawnienia procesu dystrybucji produktów.

Rynki

Analizując sprzedaż spółki pod względem geograficznym dominującym rynkiem jest rynek krajowy, którego udział wynosił w I poł. 2008 roku 76.4%. Głównym rynkiem eksportowym są kraje WNP (Rosja, Ukraina i Białoruś), których udział w łącznej sprzedaży spółki w I poł. 2008 roku wynosił 16%. Do krajów UE (głównie Rumunii, Danii, Włoch, Niemiec, Litwy, Czech i Szwecji) kierowane w tym okresie było 5.3% sprzedaży. Eksport do pozostałych krajów (głównie Norwegii, Tajwanu, Korei Południowej, Iranu, Pakistanu, Kolumbii, Indii, Peru, Maroka, Turcji i Egiptu) stanowił 2.3% sprzedaży.

W 2006 roku nastąpił znaczny wzrost udziału eksportu z 21.9% o 28.3%. Wpłynęła na to intensyfikacja sprzedaży spółki na rynkach zagranicznych. Głównymi rynkami zagranicznymi były kraje WNP (głównie Rosja, Białoruś i Ukraina), których udział w sprzedaży eksportowej stanowił 67.6% w I poł. 2008 roku. W 2006 roku nastąpił znaczny wzrost sprzedaży na rynki krajów WNP. Wpłynął na to przede wszystkim rozwój sieci dystrybucji w Rosji i na Białorusi. W następnych latach udział eksportu systematycznie spadał. Pokrywało się to ze spadkiem udziału sprzedaży w sprzedaży eksportowej kierunku wschodniego. W latach 2005-2006 wynikało to z rosnącego udziału innych kierunków eksportu, natomiast w ostatnich dwóch latach z powodu bezwzględnego spadku eksportu do krajów WNP - m.in. jako rezultat umacniania się PLN w stosunku do EUR, które jest walutą rozliczeniową na prawie wszystkich rynkach eksportowych. Negatywna dynamika sprzedaży na rynki WNP to także efekt rosnącej konkurencji, jak i pierwszych objawów nadchodzącego spowolnienia gospodarczego.

Struktura geograficzna sprzedaży spółki (tys. PLN)

	2005	2006	2007	I poł. 2008
Sprzedaż krajowa	22 482	25 855	30 129	15 720
Sprzedaż zagraniczna, w tym:	6 287	10 226	11 084	4 853
- kraje WNP	5 533	8 679	8 328	3 282
udział w sprzedaży zagranicznej	88.0%	84.9%	75.1%	67.6%
- kraje UE	494	1 252	1 925	1 095
udział w sprzedaży zagranicznej	7.9%	12.2%	17.4%	22.6%
- inne	260	295	831	476
udział w sprzedaży zagranicznej	4.1%	2.9%	7.5%	9.8%
Udział eksportu w przychodach	21.9%	28.3%	26.9%	23.6%

Źródło: Aplisens S.A.; Millennium DM

Wzrost opłacalności sprzedaży zagranicznej

W II połowie 2008 roku nastąpiło gwałtowne odwrócenie tendencji w kształtowaniu kursów walut i osłabienie złotego, prowadzące do wzrostu opłacalności sprzedaży zagranicznej. Negatywnie na sprzedaż zaczynał jednak wpływać kryzys finansowy.

W ostatnich latach dynamicznie rósł eksport spółki na rynki krajów Unii Europejskiej oraz pozostałe rynki eksportowe. Spółka zaktywizowała działania sprzedażowe i rozwija sieć dystrybucji na tych rynkach.

Zmodyfikowana o struktura geograficzna sprzedaży spółki (tys. PLN)

	2005	2006	2007	I poł. 2008
Sprzedaż krajowa	19 456	21 367	24 647	11 665
Sprzedaż zagraniczna, w tym:	6 287	10 226	11 084	4 853
- kraje WNP	5 533	8 679	8 328	3 282
udział w sprzedaży zagranicznej	88.0%	84.9%	75.1%	67.6%
- kraje UE	494	1 252	1 925	1 095
udział w sprzedaży zagranicznej	7.9%	12.2%	17.4%	22.6%
- inne	260	295	831	476
udział w sprzedaży zagranicznej	4.1%	2.9%	7.5%	9.8%
Udział eksportu w przychodach	24.4%	32.4%	31.0%	29.4%

Źródło: Aplisens S.A.; Millennium DM

Biorąc pod uwagę fakt, iż podmioty logistyczne nie należą do Grupy Aplisens i najpierw dokonywały zakupy produktów spółki, a następnie odsprzedawały je praktycznie w 100% do spółek dystrybucyjnych i produkcyjnych z Grupy Aplisens, to wartość sprzedaży zbliżona do kierowanej do spółek logistycznych jest liczona dwukrotnie. Zawyża to wartość sprzedaży spółki w sprawozdaniach finansowych, zaniża marżę spółki oraz wpływa też na zaniżanie udziałów eksportu w przychodach. Zmodyfikowaną strukturę geograficzną przychodów spółki oraz zmodyfikowaną wartość przychodów (pomniejszoną o sprzedaż do operatorów logistycznych) prezentuje powyższa tabela.

Odbiorcy

Aplisens realizuje sprzedaż na rzecz wielu odbiorców reprezentujących szereg zróżnicowanych branż gospodarki. Największy udział w strukturze sprzedaży mają przedsiębiorstwa reprezentujące branże typowo przemysłowe związane z przetwórstwem i wykorzystaniem paliw płynnych: chemia i petrochemia, górnictwo naftowe i gazownictwo oraz podmioty wykorzystujące sondy do pomiaru poziomu paliwa w samochodach i maszynach roboczych. Ponadto istotnym odbiorcą końcowym są firmy inżyniersko-projektowe, producenci urządzeń technologicznych i pomiarowych, a także producenci instalacji wodno-kanalizacyjnych i przedsiębiorstwa gospodarki wodnej.

Popyt na produkty ma charakter zarówno odtworzeniowy wynikający z konieczności wymiany zużytych elementów oraz utrzymania ruchu urządzeń i maszyn, jak również związany jest z działaniami inwestycyjnymi w poszczególnych obsłużanych przez spółkę branżach.

Na rynkach krajów WNP odbiorcami są zarówno duże podmioty, będące stałymi kontrahentami (tj. elektrownie, zakłady chemiczne, petrochemie oraz zakłady metalurgiczne), jak również znaczna ilość mniejszych zakładów. Dywersyfikacja odbiorców pozwala zachować stały poziom zamówień, ograniczając wpływ wahań koniunktury i sezonowości dostaw oraz zapewniając utrzymanie płynności produkcji.

W przypadku spółki nie występuje uzależnienie od jednego odbiorcy. Wszystkie zamówienia realizowane przez spółkę finalizowane są w okresie maksymalnie kilku tygodni. Natomiast, w przypadku kompleksowej obsługi klienta (wraz z doradztwem i montażem) - okres finalizacji poszczególnych projektów trwa kilka miesięcy.

Dystrybucja

Aplisens prowadzi dystrybucję w oparciu o struktury własne, a także firmy zewnętrzne. Klienci na rynku krajowym i zagranicznym pozyskiwani są poprzez udział przedstawicieli spółki w wystawach, targach, seminariach oraz poprzez monitorowanie przetargów i nowych inwestycji w określonej branży na danym rynku.

Dystrybucja krajowa odbywa się za pośrednictwem przedstawicieli handlowych zatrudnionych bezpośrednio w spółkach Grupy. Aplisens korzysta także z usług innych podmiotów będących dystrybutorami na rynku krajowym.

Sprzedaż na rynkach wschodnich prowadzona jest głównie poprzez działalność spółek zależnych - APLISENS Moskwa, APLISENS Białoruś, APLISENS Kijów oraz APLISENS Tarnopol, przy czym wyłącznym dealerem produktów APLISENS na rynku białoruskim jest spółka Evropribor. Spółki zależne na rynkach wschodnich nabywają urządzenia i komponenty produkowane przez Aplisens za pośrednictwem podmiotu logistycznego (M-System), a także w przypadku APLISENS Moskwa i APLISENS Kijów - bezpośrednio od spółki.

Na rynkach wschodnich wyroby oferowane przez producentów tam działających są dostosowane do rozwiązań konstrukcyjno-technologicznych stosowanych przez lokalnych odbiorców, przy czym rozwiązania te są często przestarzałe. Dlatego ważnymi przewagami konkurencyjnymi spółki na tym obszarze są: wysoka jakość obsługi (przewaga nad lokalnymi dostawcami) oraz dostosowanie do wymagań odbiorców (istotna przewaga konkurencyjna w odniesieniu do producentów zachodnich).

Sprzedaż na pozostałych rynkach zagranicznych prowadzona jest poprzez: przedstawicielstwa handlowe (firmy handlowe, firmy inżyniersko-kompletacyjne, integratorów systemów), sprzedaż bezpośrednią do zakładów produkcyjnych będących odbiorcami końcowymi lub do producentów aparatury kontrolno-pomiarowej i osprzętu uzupełniającego oraz poprzez sprzedaż przez spółkę zależną APLISENS Niemcy.

Sezonowość

W branży aparatury kontrolno-pomiarowej, w której spółka działa, występuje sezonowość sprzedaży. Wynika to z faktu, że znaczna część produktów spółki zamawiana jest przez odbiorców w celu dokonania napraw i modernizacji. Projekty tego typu realizowane są zwykle w okresie letnim. Wtedy też Aplisens realizuje najwyższe poziomy sprzedaży. Produkcja natomiast osiąga największe wielkości w okresie poprzedzającym letni szczyt sprzedaży. Najniższe wartości sprzedaży realizowane są w okresie zimowym.

Sezonowość przychodów znajduje przełożenie w konieczności budowania zapasów w okresie jesienno-zimowym, występuje także wtedy zwiększone zapotrzebowanie na kapitał obrotowy. Aplisens skutecznie przeciwdziała tym niedogodnościom. Podczas okresu zwiększonego popytu spółka skupia się przede wszystkim na produkcji wyrobów gotowych, dzięki czemu mogą one szybko trafić do odbiorcy. W okresach osłabienia sprzedaży produkowane są natomiast przede wszystkim półprodukty, które mogą zostać w razie potrzeby niezwłocznie wykorzystane do montażu produktów finalnych oraz najbardziej typowe produkty finalne.

Struktura kosztów

Struktura kosztów Grupy Aplisens w ostatnich latach charakteryzowała się dużą stabilnością. W strukturze kosztów spółki dominują koszty zużycia materiałów i energii, których udział 2007 roku wyniósł 51%. Mniejsze, choć także bardzo istotne znacznie mają koszty osobowe (31.5%), usługi obce (9.0%) oraz amortyzacja 5%. Pozostałe kategorie kosztów mają marginalne znaczenie. Taka struktura kosztów jest charakterystyczna dla producentów z branży AKPiA, gdzie dominuje produkcja urządzeń wysoko przetworzonych, mających wysoką wartość dodaną, która zostaje wypracowana w dużym stopniu dzięki wiedzy wysoko wykwalifikowanych pracowników.

Struktura kosztów według rodzaju spółki Aplisens

Rodzaj kosztów	2005	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
Amortyzacja	4.2%	4.6%	5.0%	6.2%	7.4%	8.1%	8.4%
Zużycie materiałów i energii	51.1%	54.9%	51.0%	49.1%	47.8%	46.1%	46.7%
Usługi obce	10.4%	7.6%	9.0%	8.7%	7.7%	7.6%	7.8%
Koszty osobowe	31.1%	30.2%	31.5%	32.7%	34.0%	35.3%	34.1%
Podatki i opłaty	0.7%	0.7%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
Pozostałe	2.5%	2.1%	2.4%	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%

Źródło: Aplisens S.A.; Millennium DM

Szacujemy, że w 2008 roku nastąpił spadek znaczenia zużycia materiałów i energii. Zwiększony udział amortyzacji nastąpił w rezultacie poniesienia znacznych nakładów inwestycyjnych. W dużym stopniu dotyczyły one inwestycji w nieruchomości własne - dotychczas spółka głównie prowadziła działalność w budynkach wynajmowanych. Spadek udziału usług obcych w 2008 w porównaniu z rokiem 2007 to głównie rezultat wzrostu znaczenia pozostałych głównych grup kosztów.

Założone koszty Programu Motywacyjnego

	2009	2010	2011	2012
Wartość mln PLN	0.2	1.2	1.2	1.0

Źródło: Millennium DM S.A.,

W okresie najbliższych dwóch lat zmiana struktury kosztów w kierunku zwiększenia udziału kosztów osobowych, przy zmniejszeniu udziału pozostałych kosztów, będzie głównie następstwem obecnego światowego kryzysu gospodarczego, wpływającego na pewne zmniejszenie popytu na produkty spółki (stabilizacja wolumenów produkcji). W dalszym okresie, wraz z dynamicznym wzrostem produkcji i wydajności, udział kosztów osobowych będzie malał. Wzrost udziału kosztów osobowych to także wpływ założenia kosztów programu motywacyjnego (założyliśmy cenę akcji 7.5PLN oraz 482 tys. akcji wyemitowanych).

Zróżnicowana struktura materiałów i energii

W strukturze kosztów materiałów energii nie ma jednej dominującej pozycji. Pozycjami mającymi kilkunastoprocentowe udziały są układy scalone, inne elementy elektroniczne, surowce stalowe oraz podzespoły - w dużym stopniu wykonywane według dokumentacji spółki. Mniejsze, kilkuprocentowe, udziały

mają kable i przewody, struktury krzemowe, artykuły chemiczne, czujniki oraz zużycie energii.

Stal kwasoodporna jest surowcem wyjściowym dla ponad 90% części mechanicznych wykonywanych dla potrzeb produkcyjnych Grupy. Nabywana jest na rynku krajowym w ogólnodostępnej sieci hurtowni i składów, a także częściowo jest importowana bezpośrednio od dostawcy zagranicznego. Aplisens nie posiada dominującego dostawcy stali kwasoodpornej.

Zdecydowaną większość części mechanicznych (ze stali kwasoodpornej) Aplisens wykonuje w ramach Grupy Kapitałowej w spółce OSK Sp. z o. o. Pozostała część elementów mechanicznych produkowana jest przez kooperantów na podstawie dokumentacji technicznej oraz z materiałów dostarczonych przez Aplisens.

Części elektroniczne nabywane są zarówno na rynku krajowym jak i zagranicznym. Niektóre podzespoły elektroniczne, takie jak układy scalone i procesory stosowane w urządzeniach spółki, wytwarzane są tylko przez jednego producenta i brak jest na rynku ich bezpośrednich substytutów. Uzależnienie jest jednak tylko częściowe, gdyż istnieje rynek wtórny powyższych elementów i spółka posiada możliwość zdywersyfikowania źródeł dostaw danych komponentów. Może się to jednak wiązać z wyższymi kosztami ich pozyskania.

Krzemowe czujniki ciśnienia nabywane są głównie od dostawców z USA. Grupa zaopatruje się w czujniki u wyłącznych przedstawicieli na Polskę trzech niezależnych producentów. Spółka wykazuje częściowe uzależnienie od dostawców krzemowych czujników ciśnienia, gdyż ewentualne zakłócenia w dostawach danych podzespołów mogą zaburzyć procesy produkcji. Zaburzenia te nie dotyczyłyby jednak więcej niż 5% produkcji ogółem. Ograniczenie dostaw niniejszych komponentów przyczynić się może jedynie do przejściowego zwiększenia kosztów produkcji i opóźnień, gdyż na rynku istnieje wielu dostawców tego typu czujników.

Zdywersyfikowana struktura dostawców

Aplisens nie wykazuje uzależnienia od dostawców pod względem wartości obrotów. Sieć dostawców jest silnie zdywersyfikowana. Z żadnym z dostawców spółka nie generuje obrotu na poziomie przekraczającym 10% ogólnej wartości dostaw. Kluczowe dla procesu produkcyjnego są dostawy stali kwasoodpornej (części mechaniczne), układów scalonych i procesorów oraz krzemowych czujników ciśnienia. Pomimo dostaw w wypadku niektórych elementów od tylko jednego producenta, utrata któregokolwiek z dostawców mogłaby powodować jedynie okresowe trudności. Utrudnienia wiązałyby się jedynie z okresowym wzrostem kosztów zakupu części mechanicznych u innych alternatywnych dostawców. Aplisens posiada możliwość samodzielnego zmodyfikowania wyrobu tak, aby można było wykorzystać zamiennik od innego producenta. Utrzymuje także bezpieczny zapas kluczowych elementów ponad określone wewnętrznie minimum.

Aplisens nie zawiera długoletnich umów z dostawcami, zachowując sobie pełną elastyczność dostaw oraz minimalizując ryzyko uzależnienia od pojedynczego dostawcy. Spółka stara się zapewnić zamienność dostaw i dywersyfikuje dostawców zapobiegając uzależnieniu od jednego z nich.

Naszym zdaniem w spółce nie występuje nadmierne ryzyko wzrostu cen poszczególnych materiałów i energii. Udział w kosztach całkowitych największych poszczególnych grup materiałów wynosi kilka procent. W przypadku globalnego wzrostu cen surowców wzrost kosztów dotyczy zazwyczaj wszystkich producentów i może się przekładać na wzrost cen wszystkich oferowanych przez nich produktów. Dodatkowo ryzyko to minimalizuje fakt uzyskiwania wysokich marż przez spółkę, które ze względu na charakter branży mają raczej charakter długoterminowy.

Udział kosztów w walutach obcych w kosztach materiałów i energii wynosi około 50%. Są one denominowane głównie w EUR i USD. Biorąc pod uwagę, że w pozostałych grupach kosztów te denominowane w walutach obcych praktycznie nie występują, to udział kosztów denominowanych w walutach obcych w całkowitych kosztach operacyjnych wynosi około 24%.

Koszty osobowe w spółce są na stosunkowo wysokim poziomie co jest charakterystyczne dla spółek z branży. Zwraca uwagę wysoki udział pracowników umysłowych (głównie inżynierów), którzy stanowili na koniec 2008 roku ponad 40% zatrudnienia w Aplisens SA. Ze względu na fakt, że prawie połowa osób zatrudnionych pracuje w Warszawie, średnie wynagrodzenie w spółce w 2008 roku było powyżej średniej krajowej. Oprócz Warszawy, zdecydowana większość pozostałych pracowników Grupy Aplisens była zatrudniona w jej pozostałych czterech zakładach produkcyjnych.

Na koniec 2008 roku w Grupie Aplisens było zatrudnionych 279 osób, w porównaniu do 191 osób na koniec 2007 roku. Przyrost był głównie efektem przejęcia w II połowie ubiegłego roku spółki Controlmatica ZAP-Pnefal Sp. z o.o., która zatrudniała 53 osoby. W naszych prognozach założyliśmy spadek zatrudnienia w całej Grupie w roku bieżącym o około 10 osób, głównie w rezultacie rozpoznania synergii z Controlmatica ZAP-Pnefal.

Nakłady inwestycyjne i strategia rozwoju

Inwestycje w ostatnich latach

Dokonując inwestycji zarówno w ostatnich latach, jak i obecnie Grupa Aplisens ma na celu przede wszystkim rozwój mocy produkcyjnych oraz podniesienie stopnia zaawansowania technicznego i technologicznego oferowanych produktów. Dąży także do obniżenia kosztów produkcji, skrócenia czasu realizacji zleceń oraz powiększenia możliwości składowania. Istotnym czynnikiem wpływającym na decyzje Grupy o dokonaniu poszczególnych inwestycji, była intencja podniesienia standardu obsługi klientów, w szczególności przez zapewnienie kompleksowości usług oraz wzbogacenie oferty o działania o charakterze doradczym.

Historyczne inwestycje Grupy Aplisens

	2005	2006	2007	01.01.'08-28.02.'09
Wartości niematerialne i prawne	62	81	137	633
Rzeczowe aktywa trwałe	2 590	1 685	5 011	8 580
Grunty	16	0	0	1 679
Budynki i budowle	1 093	263	2 662	4 934
Urządzenia techniczne i maszyny	1 203	972	1 725	1 190
Środki transportu	170	274	468	208
Inne środki trwałe	108	176	156	569
Aktywa finansowe	12	418	0	1 806
Razem	2 664	2 184	5 148	11 019

Źródło: Millennium DM S.A., Aplisens S.A.

W latach 2005 - 2008 Grupa przeprowadzała inwestycje głównie w rozbudowę obiektów produkcyjnych i biurowych oraz infrastruktury technologicznej. Grupa poniosła także nakłady inwestycyjne na wyposażenie działów rozwojowych i marketingu (pomieszczenia, urządzenia badawcze, oprogramowanie i komputery). Inwestycje Grupy prowadzone były także w celu poszerzenia geograficznego obszaru działalności poprzez tworzenie nowych spółek zależnych - APLISENS Tarnopol, APLISENS Kijów i APLISENS Niemcy, a także poszerzenie asortymentu produktów oferowanych przez Grupę (utworzenie oddziału spółki w Krakowie oraz przejęcie kontroli nad spółką Controlmatica ZAP-Pnefal Sp. z o.o. Inwestycje były finansowane ze środków własnych.

Strategia rozwoju i planowane inwestycje

Spółka wytyczyła podstawowe kierunki działań na lata 2009-2010 mające na celu dalszy dynamiczny rozwój Grupy, zarówno poprzez aktywny rozwój organiczny, jak i akwizycje innych podmiotów z branży. Dzięki temu w ciągu 3-4 lat umocnieniu ma ulec pozycja lidera na rynku krajowym oraz zwiększyć się udział rynkowy w krajach WNP, europejskich i azjatyckich.

Na rynku polskim głównym celem strategicznym jest dalsze zwiększanie sprzedaży w segmencie urządzeń do pomiaru ciśnienia oraz wzbogacenie portfela produktów i usług. Podejmowane działania rozwojowe będą opierały się przede wszystkim na wykorzystaniu aktualnie obsługiwanej szerokiej bazy odbiorców oraz na działaniach w zakresie marketingu, sprzedaży i obsługi klienta. Dzięki nim spółka zamierza sukcesywnie zwiększać udział w krajowym rynku AKPiA, w tym w szczególności na rynku czujników temperatury i usług. Średnioterminowym celem jest zwiększenie udziału w rynku krajowym w segmentach aktualnie obsługiwanych oraz znaczący wzrost udziału w rynku obsługiwanych przez Controlmatica.

Strategia na rynkach zagranicznych zakłada natomiast rozwój dwutorowy w zależności od rynku docelowego. W odniesieniu do rynków Europy Wschodniej spółka będzie się skupiała na zwiększaniu skali działalności poprzez rozwój struktur handlowych oraz na przeprowadzaniu niezbędnych inwestycji rzeczowych (np. magazyny buforowe). Średnioterminowym celem jest co najmniej podwojenie udziału w rynkach krajów Europy Wschodniej, na których Grupa jest jednym z liderów.

Na pozostałych rynkach zagranicznych Grupa zamierza kontynuować dotychczasową strategię działania polegającą na współpracy z lokalnymi sieciami dealerów. Ponadto w przypadku osiągnięcia odpowiedniej skali sprzedaży na danym rynku spółka przewiduje możliwość tworzenia własnych przedstawicielstw. Średnioterminowym celem Grupy jest co najmniej trzykrotne zwiększenie aktualnego udziału w tych rynkach.

W ramach opracowanej strategii rozwoju spółka określiła następujące główne kierunki działań:

1. Realizacja nowych inwestycji
3. Wzbogacenie portfela produktów i usług
2. Dalszy szybki rozwój na Rynkach Krajów WNP i ekspansja geograficzna
4. Akwizycje podmiotów z branży

Realizacja nowych inwestycji

W ramach realizacji nowych inwestycji, które stanowią istotny element strategii rozwoju spółki, Aplsens będzie prowadzić inwestycje rozwojowe oraz modernizację istniejącej infrastruktury. Planowane inwestycje w infrastrukturę produkcyjną mają zwiększyć skalę sprzedaży, jak również poprawić efektywność kosztową oraz optymalizację wykorzystania posiadanych zasobów. W ramach inwestycji w rozbudowę zaplecza produkcyjnego spółka zamierza:

- przeprowadzić inwestycje zwiększające potencjał produkcyjny segmentu czujników temperatury,
- rozbudować zakład produkcyjny w Warszawie,
- rozbudować moce produkcyjne w oddziale w Ostrowie Wielkopolskim,
- rozbudować moce produkcyjne OSK Sp. z o.o.
- rozbudować moce produkcyjne w Controlmatica ZAP-Pnefal,

Realizacja nowych inwestycji rozwojowych oraz modernizacja istniejącej infrastruktury w oddziałach w Warszawie, Krakowie i Ostrowie Wielkopolskim zwiększy moce produkcyjne spółki, o co najmniej 60%.

W ramach inwestycji zwiększających potencjał produkcyjny segmentu czujników temperatury Aplsens podjął decyzję o budowie własnego zakładu produkcyjnego. Obecnie czujniki temperatury produkowane są w wynajmowanych pomieszczeniach w Krakowie. Przeniesienie produkcji do nowego, większego zakładu pozwoli na wyeliminowanie obecnych ograniczeń produkcyjnych związanych z niewystarczającą i nie w pełni dostosowaną do potrzeb powierzchnią produkcyjną.

Plany budowy zakładu w Krakowie

Spółka planuje budowę nowego zakładu w Krakowie, o przeznaczeniu głównie produkcyjnym (hale produkcyjne dla czujników temperatury), badawczo - kontrolnym (laboratorium akredytowane) oraz biurowym. W tym celu spółka zakupiła w pobliżu Krakowa grunt o powierzchni 7 550 m², na którym zamierza wybudować zakład o powierzchni około 1 200 m² (z możliwością rozbudowy) oraz zakupić niezbędne wyposażenie technologiczne. W chwili obecnej przeprowadzane są także działania mające na celu reorganizację systemu produkcji oraz zwiększenie zatrudnienia w zespole. W latach 2009-2010 Aplsens planuje uzyskać akredytację dla laboratorium pomiaru temperatur, co pozwoli na zwiększenie jakości oferowanych produktów i usprawni prace badawcze nad nowymi, bardziej zaawansowanymi technologicznie produktami.

Omawiana inwestycja pozwoli spółce zwiększyć moce produkcyjne w segmencie czujników temperatury. Decyzję o tym kierunku rozwoju oceniamy bardzo pozytywnie. Spółka odnotowuje dynamiczny wzrost poziomu sprzedaży w tym segmencie, natomiast udziały rynkowe w tym segmencie są jeszcze na stosunkowo niskim

poziomie. Mocne wejście na nowy segment rynku jest bardzo racjonalne, gdyż występują liczne synergie między produkcją czujników ciśnienia i temperatury. Odnoszą się one głównie do podobnej bazy klientów, zaplecza technologicznego oraz dystrybucji. Inwestycja w oddziale w Krakowie (głównie w segment czujników temperatury) będzie największą inwestycją rozwojową spółki i w latach 2009-2010 przewidywana jej wartość ma wynieść 6.2 mln PLN.

Rozbudowa potencjału produkcyjnego w Warszawie

Rozbudowa potencjału produkcyjnego w Warszawie będzie obejmowała inwestycje w zaplecze produkcyjne i park maszynowy. W I kwartale 2009 roku spółka oddała do użytku nowy budynek z przeznaczeniem na magazyny i biura. Aplisens przeprowadził ponadto na początku 2009 roku prace modernizacyjne w dotychczas eksploatowanym zakładzie produkcyjnym w celu przekształcenia istniejących pomieszczeń biurowych i magazynowych na pomieszczenia produkcyjne. Zostanie uzupełniona i wymieniona część parku maszynowego w poszczególnych działach produkcyjnych.

Aplisens planuje przeprowadzenie szeregu działań, które umożliwią zwiększenie mocy produkcyjnych kompleksu w Warszawie oraz pozwolą na zoptymalizowanie wykorzystania istniejącej infrastruktury. Najważniejsze zmiany będą koncentrować się na: podniesieniu poziomu zaawansowania technologicznego produkcji (zakup nowych urządzeń i sprzętu kontrolno-pomiarowego), zaktualizowaniu programów sterujących technologią oraz wydłużeniu serii produkcyjnych. Dodatkowo, głównie dzięki wydłużeniu serii produkcyjnych ma nastąpić obniżenie jednostkowych kosztów produkcji. Wartość inwestycji w latach 2009-2010 w tym zakładzie wyniesie 1.5 mln PLN.

W związku ze znacznym wzrostem sprzedaży sond do pomiaru poziomu paliwa Aplisens zamierza w najbliższym czasie przeprowadzić inwestycje w rozbudowę mocy produkcyjnych w Ostrowie Wielkopolskim związane z rozwojem technologii i zakupem urządzeń produkcyjnych.

Inwestycję w tym kierunku oceniamy pozytywnie. W 2007 roku zwiększono niemal dwukrotnie produkcję w oddziale w Ostrowie Wielkopolskim r/r, co zaowocowało znacznym wzrostem produkcji. Uważamy, że spółka ma szansę na dalszy wzrost udziału rynkowego w tym segmencie rynku.

Aplisens podpisał w listopadzie 2008 roku umowę mającą na celu zwiększenie zaangażowania kapitałowego z 51% do 100% w spółce zależnej OSK Sp. z o.o. Zwiększenie udziału w kapitale tej spółki związane jest z długoterminowymi planami inwestycyjnymi całej Grupy. OSK produkuje bowiem części ze stali kwasoodpornej stanowiące podstawę produkcji większości urządzeń Grupy. Dlatego planowana w latach 2009-2010 rozbudowa mocy produkcyjnych spółki OSK Sp. z o.o. wynikać będzie wprost ze zwiększenia mocy produkcyjnych produktów finalnych Aplisensa. W ramach inwestycji zakupione zostaną obrabiarki sterowanych numerycznie, które znacznie usprawnią proces obróbki.

Nakłady inwestycyjne w zakresie rozwoju Controlmatica ZAP-Pnefal Sp. z o.o. zostaną poniesione w rozbudowę możliwości produkcyjnych, które będą dotyczyły modernizacji i rozbudowy parku maszynowego w związku z planowanym zwiększeniem skali działalności oraz inwestycje w opracowanie nowych produktów i pozyskiwanie certyfikatów jakości na zakup maszyn urządzeń do produkcji (w tym obrabiarek sterowanych numerycznie).

Rozwój portfela produktów i usług

Biorąc pod uwagę, że główną wartością dodaną Aplisens wypracowuje dzięki posiadanej technologii i rozwiązaniom konstrukcyjnym, ciągły rozwój konstrukcyjny i technologiczny oferowanego asortymentu jest kluczowy dla utrzymania i wzrostu pozycji rynkowej. W związku z tym spółka zamierza znacznie poszerzyć istniejącą ofertę asortymentową o nowe produkty oraz ulepszyć dotychczas produkowane urządzenia, dostosowując je do indywidualnych potrzeb klientów. Priorytetem w tym zakresie jest utrzymanie wysokiej jakości produktu, innowacyjności, jak również kompleksowej obsługi przed i posprzedażowej, która zapewnia wartość dodaną dla klienta.

W celu osiągnięcia założonych celów Grupa zamierza: zwiększyć nakłady na badania i rozwój związane z konstruowaniem nowych produktów, poszerzyć bazę o produkty o lepszych parametrach technicznych i wprowadzić usługi w zakresie rozruchu aparatury na obiektach u klienta.

W szczególności Grupa opracowuje nowe rodzaje urządzeń używanych w trudnych warunkach środowiska m. in. przetworniki ciśnienia, czujniki temperatury, ustawniki pozycyjne oraz uniwersalne sondy do pomiaru poziomu paliwa. W ramach powyższych inwestycji spółka pozyskuje niezbędne certyfikaty dla oferowanych produktów. Inwestycje w prace rozwojowe i certyfikacje w latach 2009-2010 mają wynieść około 1.2 mln PLN.

Ponadto Grupa rozpoczęła działania mające na celu rozszerzenie oferty o usługi badań laboratoryjnych. Aparatura kontrolno-pomiarowa wymaga regularnych badań kontrolnych, których część powinna być przeprowadzana przez akredytowane laboratoria. Grupa zamierza oferować usługi laboratoryjne nie tylko w odniesieniu do urządzeń własnej produkcji, ale także urządzeń innych producentów. Spółka prowadzi obecnie działania mające na celu uzyskanie akredytacji na prowadzenie laboratorium pomiaru ciśnienia w Warszawie. Rozpoczęcie jego działalności planowane jest na początku 2009 roku. Aplisens zamierza także uruchomić w najbliższych latach (uruchomione planowane na 2010 rok) laboratorium akredytowane w Krakowie, które będzie specjalizować się w obsłudze czujników temperatury.

Dalszy dynamiczny rozwój na Rynkach Krajów WNP i ekspansja geograficzna

W opinii spółki kraje WNP stanowią chłonny i perspektywiczny rynek. W związku z tym w latach 2009 - 2010 Aplisens zamierza zintensyfikować działania mające na celu dynamiczne zwiększenie skali działalności na tym obszarze przy wykorzystaniu obecnie działającej struktury dystrybucji. Działania związane z realizacją założonej strategii rozwoju będą polegały, w etapie początkowym, na wzmocnieniu finansowym spółek zależnych prowadzących działalność na Rynkach Wschodnich.

W kolejnym etapie w spółkach zależnych rozbudowana zostanie infrastruktura magazynowo - handlowa niezbędna do poszerzenia ich działalności operacyjnej. W ramach rozwijania infrastruktury wewnętrznej spółek zależnych Grupa zamierza zakupić siedzibę dla oddziału w Moskwie i w Kijowie, rozbudować magazyny buforowe, utworzyć lokalne działy obsługi serwisowej dla sprzedawanych produktów i rozbudować system dystrybucji (głównie poprzez zatrudnienie nowych przedstawicieli handlowych).

Inwestycje w siedziby i pomieszczenia magazynowe Aplisens Moskwa i Aplisens Kijów wyniosą w latach 2009-2010 około 2.5 mln PLN. Choć ze względu na załamanie się rynków wschodnich spółce trudno będzie w najbliższych latach dynamicznie zwiększyć sprzedaż na rynkach wschodnich, to w dłuższym okresie, ze względu na swój potencjał i zapóźnienie inwestycyjne, kierunek ten jest kluczowy dla dalszego rozwoju spółki.

Dystrybucja produktów na rynkach zagranicznych, na których spółka nie posiadała spółek zależnych, odbywała się dotychczas poprzez sieci dealerów. W ramach realizowanej strategii Aplisens zamierza w dalszym ciągu rozwijać współpracę z zewnętrznymi przedstawicielami handlowymi, a także pogłębić współpracę z producentami gotowych linii produkcyjnych i urządzeń technologicznych, w których kompleksowo są wykorzystywane produkty spółki. Ponadto strategia rozwoju zakłada tworzenie własnych oddziałów na najbardziej perspektywicznych rynkach. Ekspansja zagraniczna ukierunkowana będzie zarówno na rynki rozwinięte (głównie w krajach niemieckojęzycznych, gdzie spółka jest już obecna), jak i rozwijające się.

Strategia rozwoju na rozwiniętych rynkach zachodnich zakłada konkurowanie z zagranicznymi podmiotami poprzez kompleksową ofertę produktową poszerzoną o usługi doradztwa i serwisu. Docelową grupą odbiorców są małe i średnie firmy, które cenią jakość i elastyczną obsługę serwisową oraz producenci gotowych linii produkcyjnych i urządzeń technologicznych. Rozwój na rynkach zachodnich ma także na celu wzmocnienie świadomości marki APLISENS wśród zagranicznych odbiorców, co uwiarygodni pozycję spółki także na pozostałych rynkach.

Z kolei na rynkach rozwijających się plany strategiczne spółki przewidują powielanie modelu biznesowego, który działa już z powodzeniem na rynku krajowym i Rynkach Krajów WNP. Utrzymująca się wysoka dynamika wzrostu sprzedaży na tych rynkach może w najbliższych latach uzasadniać stworzenie tam spółek zależnych.

Akwizycje podmiotów z branży

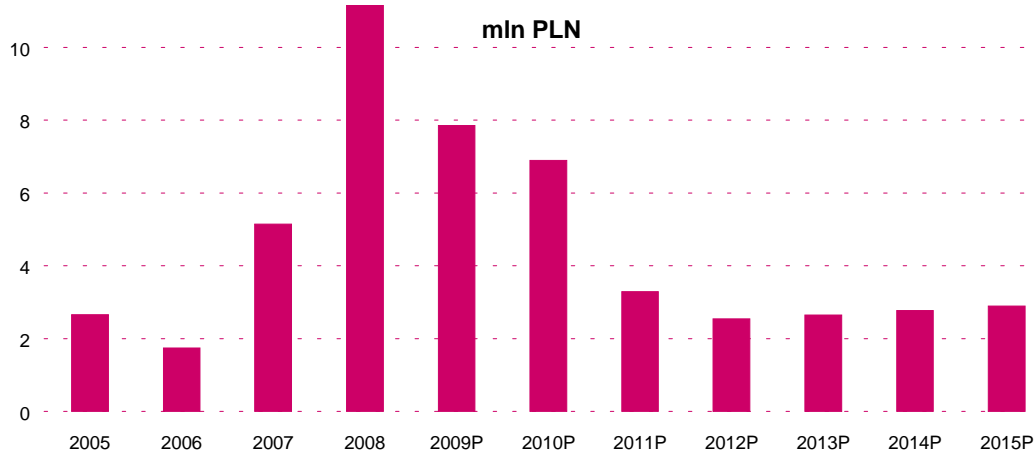
Istotnym elementem strategii spółki jest także rozwój poprzez akwizycje spółek z branży. Inwestycją kapitałową planowaną na 2009 rok jest zapłata za 49% udziałów w spółce zależnej OSK Sp. z o. o. Będzie to wykonanie umowy zawartej w listopadzie 2008 roku z dotychczasowym współnikiem spółki OSK Sp. z o. o. Wartość transakcji została ustalona na 800 tys. PLN. Płatność zostanie uregulowana do 30 czerwca 2009 roku.

Obecnie Aplisens prowadzi rozmowy odnośnie możliwych przejęć podmiotów w Polsce i za granicą. Spółka planuje inwestycje o wartości ok. 30-40 mln PLN w przejęcia spółek z branży. Na dzień dzisiejszy spółka nie podjęła wiążących zobowiązań. Pozyskanie finansowania planowanych inwestycji ułatwią spółce bardzo niskie wskaźniki zadłużenia. Dzięki niskiemu zadłużeniu oraz wysokiej rentowności Aplisens nie powinien mieć większych problemów z uzyskaniem finansowania zewnętrznego.

Efekty synergii wynikające z przejmowania spółek posiadających komplementarną w stosunku do oferty Grupy gamę produktową pozwolą na osiągnięcie w stosunkowo krótkim czasie istotnych korzyści. Akwizycje umożliwią z jednej strony wzbogacenie posiadanego portfela asortymentowego, z drugiej zaś zwiększenie skali sprzedaży dzięki wykorzystaniu sprawdzonego know-how oraz rozbudowanej sieci dystrybucji Grupy.

Większość wymienionych powyżej planowanych inwestycji związanych z realizacją strategii spółki zostanie sfinansowana ze środków pochodzących z emisji akcji serii B. Wyjątkiem będą akwizycje, które zostaną sfinansowane z kredytów bankowych i środków wygenerowanych przez spółkę.

Inwestycje spółki w rzecz. majątek trwały oraz wart. niem. i praw.



Źródło: Aplisens S.A., Millennium DM

Ze względu na wysokie nakłady na w grunty i budynki (w dużym stopniu inwestycje przygotowawcze do nakładów ponoszonych w roku bieżącym) apogeum obecnego cyklu inwestycyjnego wystąpiło w roku ubiegłym. W 2009 roku poziom inwestycji będzie niższy, a od roku 2011 zakładamy już głównie inwestycje modernizacyjno-odtworzeniowe, których poziom ze względu na starzenie się majątku produkcyjnego będzie stopniowo rósł przekraczając w ostatnim roku prognozy poziom odpisów amortyzacyjnych.

Ze względu na obecnie trwający światowy kryzys gospodarczy, który naszym zdaniem obejmie lata 2009-2010, inwestycje nie dadzą od razu pełnych efektów, choć w segmentach czujników temperatury i sond paliwa spodziewamy się już w latach 2009-2010 wzrostów wolumenów w wysokości 10-25%. Biorąc pod uwagę rozwojowy charakter branży, w której spółka działa, uważamy jednak, że efekty będą już wyraźnie widoczne począwszy od roku 2011.

Umocnienie pozycji na rynku

Dzięki przeprowadzanym inwestycjom, poprzez wzrost skali działania oraz rozwój w segmentach rynku AKPiA z mniejszym udziałem rynkowym, spółka umocni swoją pozycję na rynku krajowym oraz europejskim i poprawi swoją pozycję konkurencyjną w stosunku do konkurentów. Wzrost skali działalności powinien zwiększyć pozycję negocjacyjną względem dostawców. Spółka unowocześni także swoje zakłady produkcyjne, co spowoduje zmniejszenie jego awaryjności i dalszą poprawę i tak już wysokiej jakości wyrobów.

Biorąc pod uwagę osiągnięte obecnie stosunkowo wysokie marże na produkcji produkowanych urządzeń oraz dobre długoterminowe perspektywy dla wzrostu rynku AKPiA, oceniamy, że strategia i planowane inwestycje pozytywnie wpłyną na wartość spółki dla akcjonariuszy. Sądymy tak, pomimo że spodziewamy się pewnego spadku rentowności w bieżącym i przyszłym roku w rezultacie światowego kryzysu gospodarczego.

Sytuacja finansowa i prognozy

Bilans, cash flow, wskaźniki rotacji

W okresie ostatnich kilku lat (2005-2008) spółka nie wykorzystywała finansowania dłużnego w postaci kredytów, pożyczek lub emisji papierów dłużnych, a głównym składnikiem kapitałów obcych były bieżące zobowiązania o charakterze handlowym. Niska kapitałochłonność prowadzonej działalności oraz wysokie wskaźniki rentowności pozwalały spółce na finansowanie ekspansji kapitałami własnymi. Bardzo niskie wskaźniki zadłużenia wskazują na wysokie bezpieczeństwo finansowania działalności spółki, co w czasie obecnego kryzysu finansowego jest bardzo cenione przez inwestorów. Jednak w długim okresie taka struktura finansowania wpływa niekorzystnie na wartość dla akcjonariuszy, gdyż spółka nie wykorzystuje efektów dźwigni finansowej, dlatego też planowane przejęcia innych podmiotów spółka zamierza finansować instrumentami dłużnymi.

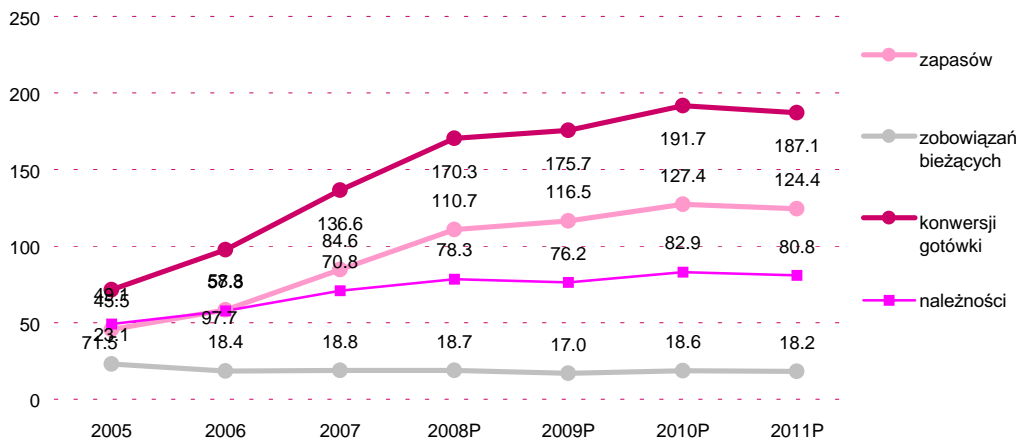
Pomimo zakładanej na rok 2009 kontynuacji prowadzonego od kilku lat programu inwestycyjnego, w przypadku pozyskania środków z emisji akcji serii B na oczekiwanym przez nas poziomie (około 16 mln PLN) oraz realizacji naszych prognoz finansowych, spółka cały czas nie będzie potrzebowała korzystać z finansowania długiem. Jedynie w przypadku realizacji planów akwizycyjnych, finansowanie długiem stałoby się konieczne.

W latach 2005-I poł. 2008 Aplisens głównym źródłem dodatknych przepływów operacyjnych był zysk netto i w znacznie mniejszym stopniu amortyzacja. Niestety we wszystkich tych latach następował systematyczny wzrost stanu należności i zapasów. W wyniku czego poziom operacyjnych przepływów był znacznie niższy do poziomu zysków.

W omawianym okresie wydatki inwestycyjne były w dominującej części finansowane z wpływów z działalności operacyjnej.

W całym okresie, w wyjątkiem roku 2008, przepływ na działalności finansowej przybierały wartości ujemne. Wynikało to z płatności dywidend w latach 2005-2007. W roku 2005 dywidenda na akcję wyniosła 0.1 PLN, w 2006 roku 0.4 PLN, natomiast w 2007 roku 0.56 PLN. Aplisens uzależnia poziom wypłacanej w latach przyszłych dywidendy od swojej sytuacji finansowej oraz od planów rozwojowych. Nadwyżki finansowe spółka w pierwszej kolejności chce inwestować w środki trwałe lub w potencjalne akwizycje. Zarząd nie przewiduje wypłaty dywidendy za 2008 roku. W naszych założeniach, ze względu na zakładany rozwój organiczny (nie zakładamy akwizycji), przyjęliśmy od roku 2010 poziom wypłacanej dywidendy w wysokości 50% zysku netto, na co pozwoli zakończenie obecnego programu inwestycyjnego i wysokie przepływy operacyjne.

Historyczne i prognozowane wskaźniki rotacji spółki (w dniach)



Źródło: Aplisens SA, P - prognozy Millennium DM

W ostatnich latach miało miejsce znaczne wydłużenie cyklu rotacji zapasów. W 2005 roku wynosił on 46 dni, a w 2007 roku już 85 dni. Na koniec 2008 oczekujemy dalszego wydłużenia. Wydłużenie cyklu rotacji zapasów wynikało przede wszystkim z rozszerzenia oferty produktowej, co wymagało od Grupy utrzymywania wyższych stanów magazynowych. Dodatkowo spółka zwiększyła stany magazynowe w związku z dostosowaniem produkcji do wymogów odbiorców zachodnich oraz rozwoju działalności na rynkach wschodnich oraz z polityką realizacji krótszych terminów dostaw. Ostatnio spółka znacznie wydłużyła produkowane serie poszczególnych produktów celem obniżenia kosztów produkcji wykorzystując efekty skali, co dodatkowo zwiększyło poziom zapasów. Począwszy od bieżącego roku przewidujemy, że poziom zapasów będzie rósł już zgodnie z dynamiką przychodów, a wzrost wskaźnika rotacji w latach 2010-2011 wynika jedynie z metodyki liczenia wskaźnika (średnia wartość zapasów).

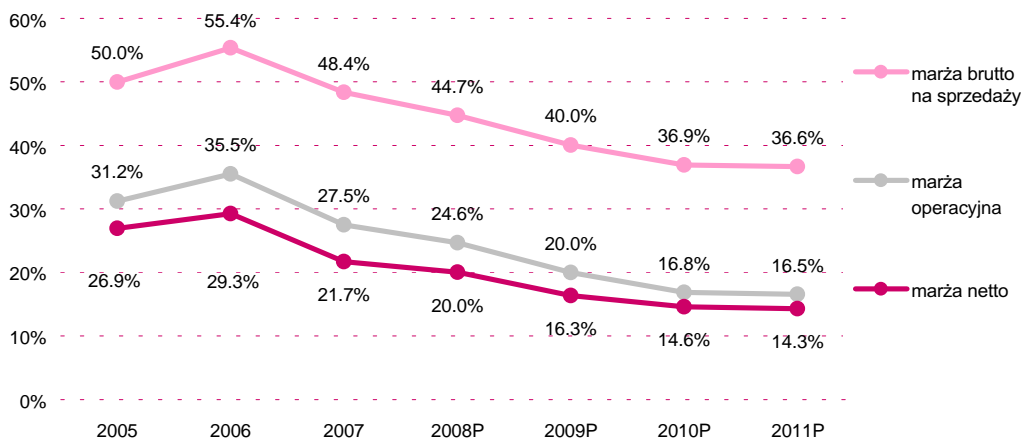
Podobna sytuacja miała miejsce w ostatnich latach w przypadku należności. Czas kredytowania swoich odbiorców wydłużył się w ostatnich latach. Wydłużenie cyklu rotacji należności wynikało ze świadomej bardziej liberalnej polityki wobec odbiorców i udzielania im dłuższego kredytu kupieckiego (obecnie udział należności przeterminowanych w należnościach handlowych ogółem kształtuje się na poziomie poniżej 10%).

Stabilny i krótki okres rotacji zobowiązań handlowych nie był w stanie zrównoważyć powyższych tendencji, co przełożyło się na znaczne wydłużenie cyklu konwersji gotówki. Spółka podjęła działania zmierzające do skrócenia cyklu konwersji gotówki (szczególnie poprzez obniżenie długości cyklu inkasa należności i cyklu rotacji zapasów - w szczególności poprzez zwiększenie stopnia standaryzacji podzespołów i stały monitoring stanów magazynowych - oraz wydłużenie cyklu spłaty zobowiązań bieżących). Zakładamy stabilizację tego wskaźnika w przyszłości.

Analiza rentowności

W 2007 roku osiągnięte przez Aplisens wskaźniki rentowności na poszczególnych poziomach zysku były nieco niższe od wartości wskaźników uzyskanych w 2005 roku. Stopa marży brutto na sprzedaży w 2007 roku była o 1.6 punktu procentowego niższa niż w 2005 roku na skutek niekorzystnego kształtowania się kursu walut, wzrostu kosztów związanych z wprowadzaniem nowego produktu oraz zwiększeniem kosztów rozwoju produkcji w oddziale w Krakowie. Wyższy poziom rentowności w 2006 roku w porównaniu do 2007 roku wynikał z osiągnięcia wysokiego zysku brutto na sprzedaży w rezultacie wykorzystania do produkcji zapasów (materiałów i półproduktów) o niższej cenie zakupu.

Historyczne i prognozowane marże spółki



Źródło: Aplisens SA, P - prognozy Millennium DM

W I półroczu 2008 roku stopa marży brutto i rentowność sprzedaży obniżyły się wobec wskaźników za 2007 roku. Wynikało to z dalszych niekorzystnych wahań kursów walut oraz wzrostu kosztów związanych z realizacją przyjętej strategii rozwoju i konieczności poniesienia jednorazowych kosztów związanych z przygotowaniem spółki do upublicznienia.

Średnia rentowność sprzedaży Grupy w analizowanym okresie wyniosła 30.8%, podczas gdy średnia rentowność operacyjna w tym okresie była niewiele niższa i wyniosła 30.1%. Z uwagi na fakt, iż Grupa w niewielkim stopniu wykorzystywała finansowanie obce, koszty obsługi zadłużenia nieznacznie wpływały na jej wyniki finansowe. Dodatkowo Aplisens uzyskiwał przychody finansowe z tytułu odsetek, które zwykle przewyższały ponoszone koszty finansowe.

Aplisens utrzymywał w ostatnich latach korzystne wskaźniki rentowności aktywów. Średni poziom wskaźnika ROA wyniósł 22%. Rentowność kapitałów własnych Grupy kształtowała się na poziomie zbliżonym do rentowności aktywów.

Spodziewamy się kontynuacji tendencji spadkowej marż na sprzedaży spółki w roku bieżącym i przyszłym z uwagi na spowolnienie gospodarcze przekładające się na spadek dynamiki wolumenów oraz ze względu na konsolidowanie mniej rentownej spółki Controlmatica.

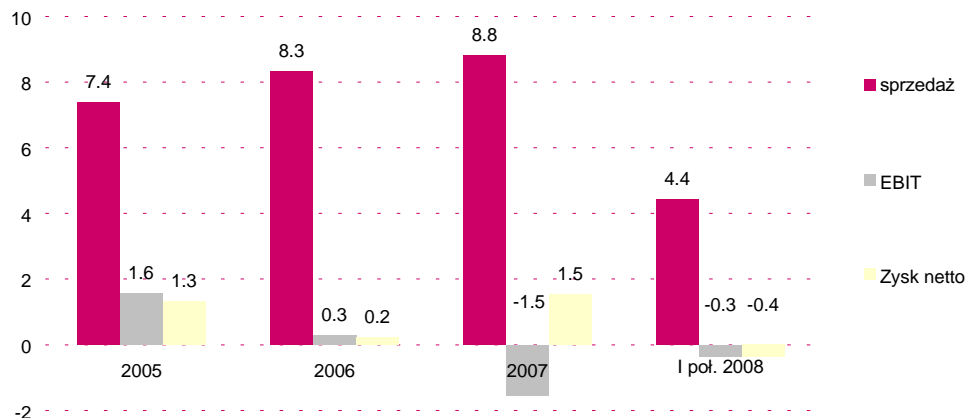
Główną walutą, wykorzystywaną do rozliczeń międzynarodowych spółki jest EUR. Natomiast od strony kosztów szacujemy, że wpływ zmian USD i EUR na koszty denominowane w walutach obcych jest podobny. Biorąc pod uwagę, że wartość eksportu przekracza mniej więcej o 2 mln PLN wartość kosztów denominowanych w walutach obcych, osłabienie PLN jest korzystne dla spółki.

W celu ograniczenia negatywnego wpływu ryzyka walutowego Aplisens podejmuje działania mające na celu zmniejszenie ekspozycji walutowej poprzez dokonywanie zakupów niezbędnych surowców i materiałów z wyprzedzeniem czasowym. Działaniem zabezpieczającym Grupę przed niekorzystnym wpływem tego ryzyka jest również stosowanie hedgingu naturalnego. Oznacza to, że Aplisens rozlicza część zakupów materiałów i sprzedaży w jednej walucie, co prowadzi do zmniejszenia ekspozycji walutowej i częściowej kompensacji ryzyka walutowego. **Spółka nie zawierała finansowych transakcji zabezpieczających.**

Przejęcie spółki Controlmatica ZAP-Pnefal Sp. z o.o.

Od dnia 22 września 2008 roku, w którym Aplisens objął 50.01% akcji spółki Controlmatica ZAP-Pnefal Sp. z o.o. z siedzibą w Ostrowie Wielkopolskim (obecnie posiada 100% akcji spółki), Aplisens konsoliduje tę spółkę metodą pełną.

Przychody i zyski spółki Controlmatica ZAP-Pnefal Sp. z o. o.



Źródło: Aplisens S.A., Millennium DM

Wyniki spółki Controlmatica w analizowanym okresie pochodziły w dużej mierze ze zdarzeń jednorazowych z wyjątkiem 2006 roku. W 2005 roku wykazała zysk na działalności operacyjnej na poziomie 1 573 tys. PLN dzięki umorzeniu długu przez wierzyciela. Natomiast w 2007 roku osiągnęła stratę z działalności operacyjnej w kwocie 1 532 tys. PLN głównie w wyniku podejmowanych działań restrukturyzacyjnych polegających na zełomowaniu materiałów zbędnych w procesie produkcyjnym. Pomimo poniesionych kosztów restrukturyzacyjnych Controlmatica osiągnęła zysk netto na poziomie 1 520 tys. PLN dzięki sprzedaży pakietu akcji spółki giełdowej Mostostal Zabrze, nabytych wcześniej w wyniku postępowania układowego. Pogorszenie wyników w I półroczu 2008 r. wynikało z korekt księgowych po przejęciu przez Aplisens nad nią kontroli. Miały one na celu dostosowanie jej polityki rachunkowości do polityki Grupy. Wykazana za ten okres strata z działalności operacyjnej powstała przede wszystkim w wyniku odpisania w koszty kwoty 405 tys. PLN, obejmującej m.in. koszty zaniechanych prac badawczo-rozwojowych oraz koszty zełomowania zbędnych zapasów. Wprowadzone korekty obniżyły nie tylko wynik okresu bieżącego, ale także wynik z lat ubiegłych, wskutek czego znacznemu zmniejszeniu uległ kapitał własny.

Prognozy finansowe

W roku bieżącym spodziewamy się nieznacznego wzrostu wyników spółki. Uważamy, że realizacja naszych prognoz jest dla spółki pewnym wyzwaniem. W bieżącym roku przyszło bowiem spółkom działać w bardzo niekorzystnym środowisku, gdzie wiele firm zmniejsza nakłady na inwestycje i ogranicza nawet remonty. W styczniu 2009 roku Aplisens zanotował spadek sprzedaży o 46% r/r. Jednak już w lutym widoczne było osłabienie tendencji spadkowej w porównaniu z 2008 roku (spadek sprzedaży o 11% r/r). Należy też zauważyć, że sprzedaż w styczniu 2008 roku była wyjątkowo wysoka - aż o 42% wyższa niż w styczniu 2007 roku. Spadek w styczniu 2009 roku spowodowany był znacznym ograniczeniem zamówień z rynków krajów WNP. W związku z zauważalnym spadkiem sprzedaży na tych rynkach Aplisens podjął skuteczne działania w celu zwiększenia sprzedaży na rynkach Europy Zachodniej. Przychody ze sprzedaży ogółem od początku marca wskazują na powrót do poziomu z marca 2008 roku.

Znaczny wzrost przychodów w roku bieżącym wynikać będzie głównie z uwzględnienia w całym roku obrotowym spółki Controlmatica. Tylko z tego tytułu poziom sprzedaży spółki wzrośnie o 8.4 mln PLN.

Porównanie prognoz spółki z prognozami Millennium DM

	Szacunki i prognozy spółki		Szacunki i prognozy Millennium DM	
	2008P	2009P	2008P	2009P
Sprzedaż	45 957	61 622	45 957	57 622
EBITDA	13 183	16 399	13 183	14 054
EBIT	11 325	13 794	11 325	11 499
Zysk netto	9 203	11 083	9 203	9 419

Źródło: Aplisens S.A.; Millennium DM

Nasze prognozy na rok bieżący są niższe do projekcji przygotowanych przez Aplisens. W naszym odczuciu główną przyczyną różnicy są bardziej ostrożne założenia odnośnie wzrostu PKB w Polsce oraz kursu EUR. Spółka zakłada 2% wzrost PKB w roku bieżącym w Polsce, podczas gdy my zakładamy 0%. Nieznacznie niższy jest także założony przez nas średni kurs EUR 4.2 PLN, podczas gdy spółka zakłada 4.3 PLN.

Analiza SWOT

Silne strony

- ❑ Rozpoznawalna i uznana marka w Polsce i za granicą wsparta 16 letnim doświadczeniem,
- ❑ Kompleksowa obsługa obejmująca także konsultacje oraz szkolenia i serwis,
- ❑ Znacznym i stabilnym udziałem w krajowym rynku aparatury kontrolno pomiarowej,
- ❑ Działanie na perspektywnym rynku aparatury kontrolnej i pomiarowej,
- ❑ Dynamiczny rozwój na rynkach zagranicznych,
- ❑ Silna specjalizacja na wybranych produktach,
- ❑ Wysokie wskaźniki rentowności,
- ❑ Wysoka jakość potwierdzona uzyskanymi certyfikatami na rynkach UE i WNP,
- ❑ Bezpieczna struktura finansowania,
- ❑ Objęcie całego procesu projektowania, wytwarzania oraz sprzedaży systemem zarządzania jakością ISO 9001,
- ❑ Wysokie bariery wejścia związane z unikalnymi umiejętnościami projektantów i konstruktorów,
- ❑ Wysokie zaangażowanie zarządu w kierowanie spółką,

Słabe strony

- ❑ Trend spadkowy marż spółki w ostatnich latach,
- ❑ Spadek sprzedaży r/r na początku bieżącego roku,
- ❑ Wysoki i rosnący w ostatnich latach okres konwersji gotówki w spółce,
- ❑ Ograniczony wpływ na spółkę nowych akcjonariuszy,

Szanse

- ❑ Zwiększenie skali działania oraz efekty synergii dzięki przejęciu Controlmatica,
- ❑ Plany dalszego dynamicznego rozwoju organicznego głównie na rynkach zagranicznych poprzez rozwój nowych produktów i modernizację istniejących,
- ❑ Rosnąca pozycja na rynkach krajów UE,
- ❑ Zamiar przeprowadzenia kolejnych akwizycji,
- ❑ Pozytywny wpływ a wyniki osłabienia PLN względem EUR i USD,

Zagrożenia

- ❑ Niekorzystne prognozy wzrostu gospodarczego dla głównych rynków na lata 2009-2010,
- ❑ Operowanie na rynkach krajów szczególnie podatnych na obecny kryzys gospodarczy - Rosja i Ukraina oraz o podwyższonych ryzykach biznesowych,
- ❑ Ryzyko związane z dystrybucją produktów na rynkach wschodnich poprzez pośredników.

Rachunek wyników (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
przychody netto	36.1	41.2	46.0	57.6	59.7	64.9
koszty wytworzenia	16.1	21.3	25.4	34.5	37.6	41.1
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	6.8	8.3	9.2	11.6	12.0	13.0
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-0.4	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	14.1	12.9	13.2	14.1	12.9	14.0
EBIT	12.8	11.3	11.3	11.5	10.0	10.7
saldo finansowe	0.4	0.0	0.1	0.1	0.7	0.7
zysk przed opodatkowaniem	13.2	11.3	11.4	11.6	10.7	11.4
podatek dochodowy	2.6	2.3	2.2	2.2	2.0	2.2
zysk netto	10.6	8.9	9.2	9.4	8.7	9.3
EPS	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7

Bilans (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
aktywa trwałe, w tym:	13.3	16.7	26.9	35.9	39.9	39.9
wartości niematerialne i prawne	0.1	0.2	1.0	1.0	1.0	1.0
rzeczowe aktywa trwałe	12.7	16.1	23.2	28.5	32.4	32.4
aktywa obrotowe, w tym:	27.3	28.3	31.5	49.5	50.8	57.2
zapasy	7.5	11.6	16.3	20.5	21.2	23.0
należności	7.0	9.0	10.7	13.3	13.8	14.9
środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	12.7	7.4	2.9	14.1	14.2	17.6
aktywa razem	40.6	45.0	58.4	85.4	90.7	97.1
kapitał własny	37.3	41.0	49.6	76.2	81.4	87.5
kapitały mniejszości	0.7	0.7	0.3	0.1	0.1	0.1
zobowiązania długoterminowe	0.6	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1
zobowiązania krótkoterminowe	1.9	2.7	8.6	9.2	9.3	9.6
pasywa razem	40.6	45.0	58.4	85.4	90.7	97.1
BVPS	3.7	4.1	5.0	6.1	6.4	6.8

Cash flow (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
wynik netto	10.6	8.9	9.2	9.4	8.7	9.3
amortyzacja	1.3	1.6	1.9	2.6	2.9	3.3
zmiana kapitału obrotowego	-6.0	-5.1	-6.6	-6.1	-1.1	-2.7
gotówka z działalności operacyjnej	6.1	5.4	8.2	5.9	11.0	10.3
inwestycje (capex)	-1.7	-5.1	-11.2	-7.9	-6.9	-3.3
gotówka z działalności inwestycyjnej	-2.1	-5.1	-13.0	-11.9	-6.9	-3.3
wypłata dywidendy	-4.0	-5.6	0.0	0.0	-4.7	-4.3
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	17.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
gotówka z działalności finansowej	-4.2	-5.6	0.2	17.1	-4.0	-3.6
zmiana gotówki netto	-0.1	-5.3	-4.5	11.2	0.1	3.4
DPS	0.40	0.56	0.00	0.00	0.37	0.34
CEPS	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9	1.0

Wskaźniki (%)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
zmiana sprzedaży	-	14.2%	11.5%	25.4%	3.6%	8.7%
zmiana EBIT	-	-11.7%	0.0%	1.5%	-12.7%	6.9%
zmiana zysku netto	-	-15.4%	3.1%	2.3%	-7.7%	6.4%
marża EBITDA	39.0%	31.4%	28.7%	24.4%	21.7%	21.6%
marża EBIT	35.5%	27.5%	24.6%	20.0%	16.8%	16.5%
marża netto	29.3%	21.7%	20.0%	16.3%	14.6%	14.3%
sprzedaż/aktywa (x)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
dług / kapitał (x)	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
stopa podatkowa	19.4%	20.8%	19.3%	19.0%	19.0%	19.0%
ROE	-	22.8%	20.3%	15.0%	11.0%	11.0%
ROA	-	20.9%	17.8%	13.1%	9.9%	9.9%
(dług) gotówka netto (tys. PLN)	12.7	7.4	2.7	13.8	14.0	17.3

p - prognoza Millennium DM S.A.

Departament Analiz

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

Dyrektor
banki i finanse

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

Analityk
telekomunikacja, przemysł chemiczny

Radosław Łukaszczyk
+22 598 26 88
radoslaw.lukaszczyk@millenniumdm.pl

Analityk
przemysł drzewny i materiałów budowlanych,
motoryzacja, energetyka

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

Analityk
media, farmaceutyki
przemysł spożywczy, elektromaszynowy

Marcin Palenik, CFA
+22 598 26 71
marcin.palenik@millenniumdm.pl

Analityk
paliwa i surowce, przemysł metalowy

Marcin Deręgowski
+22 598 26 05
marcin.deręgowski@millenniumdm.pl

Analityk
branża budowlana

Sprzedaż

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

Dyrektor

Krzysztof Solus
+22 598 26 66/7
krzysztof.solus@millenniumdm.pl

Dyrektor

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

Robert Wiaderny
+22 598 26 79
robert.wiaderny@millenniumdm.pl

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

Jarosław Oldakowski
+22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

Millennium Dom Maklerski S.A.
ul. Stanisława Żaryna 2A, Harmony Office Center IIIp
02-593 Warszawa Polska

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

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

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

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

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

Stosowane metody wyceny

Raport sporządzony jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

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

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

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

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

Millennium Dom Maklerski S.A. jest członkiem konsorcjum oferującego w publicznej ofercie akcje spółki będącej przedmiotem niniejszego raportu oraz może pośredniczyć w sprzedaży akcji tej spółki i z tego tytułu otrzyma bądź otrzyma wynagrodzenie. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

Pozostałe informacje

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