

Aplisens SA

Po gorszym od oczekiwań 2015 r. prognozujemy w kolejnych latach powrót do trendu wzrostowego na wszystkich poziomach rachunku wyników. Inwestycje w energetyce oraz ochronie środowiska pozwolą zwiększyć przychody w kraju, poprawi się także dynamika eksportu. Wyraźnej poprawy oczekujemy już w wynikach Q4'15. Dodatkowo do końca roku zarząd powinien poinformować o pozyskaniu dużego zlecenia w segmencie usługowym. Biorąc pod uwagę nasze prognozy finansowe oraz wysokie wyceny innych spółek operujących w segmencie AKPiA, **podtrzymujemy naszą rekomendację KUPUJ z nową ceną docelową 16,3 zł.**

Rok 2015: dekoniunktura w obszarze gazu i ropy oraz spadek zamówień z Rosji. Niższe ceny ropy/gazu ograniczają inwestycje i zmniejszają popyt na produkty Aplisensa. Spółce nie sprzyjała też kiepska sytuacja gospodarcza w Rosji (kierunek wschodni to do niedawna ok. 30% przychodów). Z uwagi na ww. problemy nie udało się osiągnąć planowanego wzrostu zamówień, co skutkowało niższym pokryciem nowo wybudowanych mocy produkcyjnych i w efekcie niższą efektywnością i słabszym wykorzystaniem ulgi podatkowej.

Perspektywy 2016+: powrót do 5-proc. dynamiki w kraju i przyspieszenie w eksporcie. Na rynku krajowym w najbliższych latach kluczowe będą zamówienia z segmentu energetycznego (budowa dużych bloków) oraz branży ekologicznej; dynamika może nieco osłabnąć. Zapowiadane zwiększenie globalnej produkcji na rynku ropy i gazu (jako odpowiedź na spadki cen) będzie ważnym elementem zdynamizowania sprzedaży eksportowej. Rynek WNP wciąż będzie słaby. Zarząd aktywnie pracuje nad pozyskaniem większych, powtarzalnych zleceń mogących poprawić wykorzystanie mocy produkcyjnych (niższa marża jednostkowa, ale poprawa efektywności na poziomie całego biznesu). Duże prawdopodobieństwo pozyskanie zlecenia o wartości 12-19 mln zł jeszcze w 2015 r. (w prognozach przyjęliśmy 15 mln zł), założyliśmy powtarzalność na poziomie 10 mln zł rocznie.

Zmniejszenie CAPEX-u, więcej środków na dywidendę i buyback. Spółka posiada nadwyżki finansowe, ponadto na ukończeniu jest program inwestycyjny związany z budową nowego zakładu w Radomiu. Prognozujemy istotnie niższy CAPEX począwszy od 2017 r. Polityka dywidendy zostanie więc utrzymana, a dodatkowo spółka będzie prowadziła skup akcji własnych (realizacja programu motywacyjnego). Decyzja w sprawie buybacku do maja'16, transakcje na jesieni.

Korekta prognoz finansowych. Przyjęliśmy niższe tempo wzrostu na poszczególnych rynkach (poniżej długoterminowego planu zarządu) co skutkowało zmniejszeniem dynamiki sprzedaży produktów. Jednocześnie pojawił się nowy segment – montaż na zlecenie, który pozwolił nawet zwiększyć prognozę przychodów w porównaniu do naszego poprzedniego raportu. Spadki rentowności w Rosji oraz zakładane niższe marże na usługach montażu odbiły się negatywnie na oczekiwanych zyskach, które w nowej prognozie rosą wolniej.

Wartość akcji Aplisens SA oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (14 zł) oraz porównawczą (16,4 zł). Spółka jest notowana z dużym dyskontem zarówno względem grupy porównawczej podmiotów zagranicznych jak i do krajowych firm AKPiA. Dyskonto wynika przede wszystkim z ekspozycji na rynek rosyjski i jest naszym zdaniem zbyt wysokie. Dlatego **rekomendujemy KUPUJ z 9-miesięczną ceną docelową na poziomie 16,3 zł.**

mln zł	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody ze sprzedaży	82,0	80,1	89,3	89,7	108,6	109,5
EBITDA	21,8	22,2	22,0	21,9	25,0	26,3
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	14,7	14,5	12,6	13,3	16,6	17,5
EPS	1,13	1,09	0,97	1,01	1,26	1,32
DPS	0,26	0,26	0,30	0,33	0,42	0,44
P/E (x)	11,3	11,7	13,1	12,7	10,1	9,6
EV/EBITDA (x)	6,2	6,8	7,2	7,1	6,2	5,5

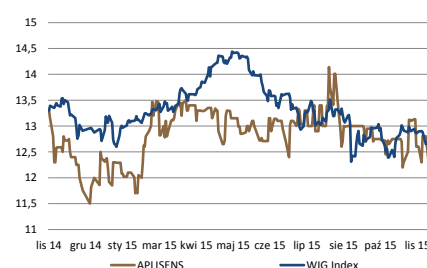
Źródło: Spółka, Noble Securities

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLECKI

KUPUJ

(Aktualizacja)

Cena bieżąca	12,75 zł
Cena docelowa (9M)	16,30 zł
Potencjał wzrostu	28%
Kapitalizacja	168 mln zł
Free float	32,8%
Śr. wolumen 6M	1 518



PROFIL SPÓŁKI

Producent urządzeń do pomiaru ciśnienia, poziomu i temperatury cieczy oraz gazów. Eksport stanowi ponad 50% przychodów.

STRUKTURA AKCJONARIATU

A. Żurawski	18,40%
J. Szewczyk	12,42%
M. Dawidonis	11,21%
M. Karczmarczyk	8,62%
D. Zubkow	8,33%
OFE PZU	8,18%
Pozostali	32,81%

Michał Sztabler

Analityk akcji

michal.sztabler@noblescurities.pl

+48 22 244 13 03

REKOMENDACJA

WYCENA

Wartość jednej akcji Aplisensu wyliczyliśmy jako średnią z wyceny porównawczej (uwzględniliśmy wskaźniki dla okresu prognozy 2015-17) oraz DCF. Na tej podstawie wyznaczaliśmy 9-miesięczną cenę docelową w wysokości 16,3 zł. W alternatywnym podejściu, przyjmując bardziej konserwatywne założenie, iż Aplisens nie zdoła pozyskać żadnego dużego zlecenia (z prognoz wypada ten element generujący 10-15 mln zł przychodów przy 15-proc. rentowności EBIT), wycena spada do 15,4 zł/akcję.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	alternatywnie
Wycena DCF	0,5	14,01	13,26
Wycena porównawcza - zagranica	0,1	19,32	18,30
Wycena porównawcza - kraj	0,4	15,65	14,83
Średnia ważona metod		15,20	14,39
Cena docelowa (9M)		16,28	15,42
Cena aktualna		12,75	12,75
Potencjał		28%	21%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na początek kwietnia 2015 roku,
- Poziom gotówki netto na dzień 31.12.2014 r. w wysokości 7,5 mln zł, pomniejszony o wypłaconą dywidendę 3,9 mln zł,
- Efektywna stopa podatkowa spadająca stopniowo z 18,1% w 2015 r. do 13-14% w kolejnych latach (efekt zwolnienia podatkowego wynikającego z poniesionych nakładów inwestycyjnych i działalności w SSE), 19% po wygaśnięciu zwolnienia,
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 3,5% (poprzednio 4%), premia za ryzyko w wysokości 6%, beta na poziomie 1,0.

WYCENA DCF

DCF	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	90	109	109	112	115	118	121	124	127	130
NOPAT	13	16	17	18	18	19	19	20	20	20
Amortyzacja	6	6	7	7	6	6	4	5	5	5
Zmiany KON	-3	-6	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
CAPEX	-8	-10	-7	-7	-7	-6	-6	-4	-5	-5
FCFF	8	6	16	17	16	17	16	19	19	19
WACC	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Współczynnik dyskonta	0,99	0,90	0,83	0,75	0,69	0,63	0,57	0,52	0,48	0,44
DFCF	8	5	13	12	11	10	9	10	9	9
SUMA DFCFF do 2024	98									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	0%									
Wartość rezydualna na 2024	193									
Zdyskontowana wartość rezydualna	84									
Wartość Firmy (EV)	182									
Dług netto 31.12.2014 + dywidenda	-4									
Udziałowcy mniejszościowi	1									
Wartość kapitałów własnych	185									
Liczba akcji (w tys.)	13,2									
Wartość na 1 akcję	14,0									

Źródło: Noble Securities

	Analiza wrażliwości				
	Stopa wzrostu rezydualna				
	0%	1%	2%	3%	4%
WACC - 1,0%	14,1	14,8	15,7	16,8	18,3
WACC - 0,5%	13,4	14,0	14,8	15,8	17,0
WACC	12,8	13,3	14,0	14,8	15,9
WACC + 0,5%	12,2	12,7	13,3	14,0	14,9
WACC + 1,0%	11,7	12,1	12,6	13,3	14,0

REKOMENDACJA

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Premia za ryzyko	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Efektywna stopa podatkowa	18,1%	15,3%	14,1%	12,6%	12,9%	13,2%	13,5%	13,7%	14,0%	14,2%
Koszt długu	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Koszt długu po tarczy	4,51%	4,66%	4,72%	4,81%	4,79%	4,77%	4,76%	4,75%	4,73%	4,72%
Dług netto/EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Na tle zagranicznych podmiotów z branży AKPiA akcje Aplisensa wyceniane ze znacznym dyskontem (ok. 40% na P/E, ok. 30% na EV/EBITDA). W większości są to duże podmioty o zasięgu globalnym lub co najmniej regionalnym, stąd mogą mieć premie z uwagi na płynność, dywersyfikację produktową czy geograficzną. Ograniczyliśmy wagę tego elementu wyceny do 20%. Bardziej miarodajne wydają się nam wyceny spółek krajowych z branży (tj. Apatora i Sonela). Wysoka w stosunku do pozostałych spółek wycena Sonela może wynikać z bardzo dobrych perspektyw tej firmy, z kolei niska dla Apatora zawiera już brak zaufania inwestorów co do możliwości rychłego powrotu tej spółki na ścieżkę wzrostu.

Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
Honeywell	321 757	17,2	16,0	14,3	10,2	9,6	8,8
Emerson	130 444	15,6	16,2	14,8	8,2	9,4	8,7
Yokogawa	12 939	25,6	15,5	15,4	9,2	7,4	7,3
Itron	5 277	35,0	16,3	15,2	11,7	8,3	7,5
ESCO	3 955	22,2	19,8	17,3	11,8	10,2	9,1
Badger Meter	3 455	31,8	26,3	23,3	15,7	14,0	12,3
Vaisala Oyj	2 048	21,8	17,5	15,6	4,5	4,1	3,9
Phoenix Mecano	1 819	19,6	14,5	12,7	8,3	7,2	6,7
Mediana		22,0	16,3	15,3	9,7	8,9	8,1
Aplisens	168	12,7	10,1	9,6	7,1	6,2	5,5
Premia/dyskonto do średniej (%)		-43%	-38%	-37%	-27%	-30%	-33%
Implikowana wartość godziwa Aplisens		22,18	20,48	20,28	17,04	17,85	18,08
Implikowana wartość godziwa Aplisens					19,32		

Źródło: Bloomberg, Noble Securities, dane na 20.11.2015 r.

Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
Apator		11,5	10,2	9,6	8,4	6,7	6,1
Sonel		16,8	15,2	14,8	9,0	8,8	8,5
Mediana		14,2	12,7	12,2	8,7	7,8	7,3
Aplisens	168	12,7	10,1	9,6	7,1	6,2	5,5
Premia/dyskonto do średniej (%)		-11%	-20%	-21%	-18%	-21%	-25%
Implikowana wartość godziwa Aplisens		14,28	15,96	16,15	15,34	15,80	16,37
Implikowana wartość godziwa Aplisens					15,65		

Źródło: Bloomberg, Noble Securities, dane na 20.11.2015 r.

REKOMENDACJA

ZMIANA PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH

Skorygowaliśmy nasze prognozy na 2015 r. i lata kolejne z uwagi na:

- Niższe tempo wzrostu sprzedaży produktów na głównych rynkach. Rynek rosyjski dłużej będzie dochodził do stanu równowagi, co implikuje głębsze spadki vs 2014 r. Konserwatywnie przyjęliśmy, że także na pozostałych rynkach wzrosty będą niższe niż zapisano w strategii zarządu, na co wskazuje wykonanie pierwszych 9 miesięcy br. Rynek krajowy po bardzo udanym 2015 r. (zakładane tempo wzrostu 13% r/r) w kolejnych latach powróci do jednocyfrowej dynamiki (5%).
- Pojawienie się przychodów z dużych kontraktów. W celu szybszego wypełnienia mocy produkcyjnych nowej fabryki w Radomiu i skorzystania z ulgi podatkowej, która dedykowana jest tej inwestycji (zakład wybudowany w SSE), zarząd aktywnie pracuje nad pozyskaniem dużych kontraktów obejmujących dostawy wysokich wolumenów produktów dedykowanych na potrzeby jednego konkretnego klienta. Niedawno spółka poinformowała, iż jest blisko podpisania pierwszego tego typu zlecenia z jedną z zagranicznych firm z branży. Spodziewamy się informacji w tym zakresie na przełomie 2015/16, tak aby kontrakt mógł zostać zrealizowany w całości w 2016 r. Zakładany przychód z tego tytułu to wg zarządu 12-19 mln zł. W naszych prognozach przyjęliśmy 15 mln zł. Jeśli ten kierunek rozwoju spełni pokładane w nim oczekiwania, można liczyć na podobne kontrakty w następnych latach, w prognozie założyliśmy dodatkowo 10 mln zł rocznie z realizacji „big deals”. Oczywiście wykonanie tak dużych zleceń charakteryzuje się niższą rentownością i może powodować pewne zaburzenia w organizacji pracy firmy, jednak nie wiąże się nimi dodatkowy znaczny koszt sprzedażowy, większość urządzeń i tak jest już zakupiona (i generuje koszty np. w postaci amortyzacji) a ponadto może przynieść korzyści przy zakupach (efekt skali, jak np. w Sonelu). Konserwatywnie przyjęliśmy dla tego typu kontraktów rentowność EBIT równą 15%, a więc niższą niż Aplisens osiągał w ostatnich latach (ok. 20%). Przy 15 mln założonego przychodu w 2016 r. oznaczałoby to 2,25 mln dodatkowego zysku operacyjnego. Należy też zaznaczyć, iż produkcja w ramach tych zleceń (jako wielkoseryjna) realizowana będzie w nowych zakładzie w Radomiu i pozwoli korzystać w większym stopniu z ulgi podatkowej. Oznacza to, iż prognozowany na tej działalności EBIT będzie równy zyskowi netto. W 2017 r. zakładamy spadek przychodów z dużych kontraktów do 10 mln zł (i stabilizację na tym poziomie w kolejnych latach), stąd dynamika przychodów oraz zysków w 2017 r. spada w porównaniu z rokiem poprzednim.
- Rentowność na „starym biznesie” będzie niższa niż wcześniej przypuszczaliśmy. Aplisens nie chcąc tracić udziałów na rynku rosyjskim musi dostosować swoją ofertę do zmieniającej się sytuacji, co oznacza obniżkę cen (lecz także uproszczenie produktów a więc koszty też nieco niższe). W kraju spółka rośnie m.in. dzięki energetyce, gdzie również klienci są bardzo wymagający w kwestii warunków cenowych. Dodatkowo część komponentów Aplisens kupuje na dalekim wschodzie rozliczając się w USD – rosnący kurs USD/PLN podnosi koszty.
- Nieco niższe dochody finansowe wynikające z niższych wartości wolnych środków finansowych, niższych stóp procentowych oraz dodatkowych kosztów (np. różnice kursowe) będących w wynikach spółki po 3 kwartałach 2015 r.
- Dalsze obniżania efektywnej stopy podatkowej wynikające z uzyskiwania większych przychodów z produkcji w fabryce w Radomiu (działalność prowadzona w SSE, objęta ulgą podatkową).

	2014	2015P Stara	2015P Nowa	zmiana	2016P Stara	2016P Nowa	zmiana
Przychody, w tym	89,3	87,5	89,7	3%	97,0	108,6	12%
- rynek krajowy	35,9	36,7	40,6	11%	38,5	42,6	11%
- rynek WNP	36,0	30,4	29,3	-4%	35,0	27,9	-20%
- rynek UE	12,7	14,8	14,6	-1%	17,0	16,8	-1%
- pozostały eksport	4,8	5,6	5,3	-6%	6,5	6,3	-2%
- duże kontrakty	0,0	0,0	0,0	0%	0,0	15,0	100%
EBITDA	22,0	24,0	21,9	-9%	26,0	25,0	-4%
EBIT	17,0	18,0	16,4	-9%	20,0	19,1	-5%
zysk netto	12,6	15,5	13,3	-14%	17,5	16,6	-5%
P/E	13,1	10,9	12,7		9,6	10,1	
EV/EBITDA	7,2	5,7	7,1		4,9	6,2	

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

REKOMENDACJA

Rachunek zysków i strat	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody ze sprzedaży	82,0	80,1	89,3	89,7	108,6	109,5
Zysk brutto na sprzedaży	33,0	31,6	32,3	32,0	34,6	35,7
Koszty sprzedaży	2,1	2,1	2,3	2,3	2,4	2,6
Koszty ogólnego zarządu	12,9	11,4	12,4	12,7	13,2	13,5
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	0,0	0,1	-0,6	-0,6	0,0	0,0
EBIT	18,1	18,2	17,0	16,4	19,1	19,7
Koszty i przychody finansowe netto	0,8	0,3	-1,3	-0,2	0,5	0,6
Zysk przed opodatkowaniem	18,8	18,6	15,7	16,2	19,6	20,3
Podatek dochodowy	3,9	4,0	3,0	2,9	3,0	2,9
Zysk netto	15,0	14,6	12,7	13,3	16,6	17,5
Zysk netto przyp. akc. jedn. dominującej	14,7	14,5	12,6	13,3	16,6	17,5
Amortyzacja	3,7	4,0	5,0	5,5	6,0	6,5
EBITDA	21,8	22,2	22,0	21,9	25,0	26,3

Źródło: Spółka, Noble Securities

Bilans	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Aktywa	121,7	135,8	130,9	145,1	160,3	172,2
Aktywa trwałe	47,5	67,6	74,3	76,7	80,8	81,2
Rzeczowe aktywa trwałe i WNIP	46,2	66,5	72,4	74,9	79,0	79,4
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne aktywa trwałe	1,3	1,1	1,8	1,8	1,8	1,8
Aktywa obrotowe	74,2	68,1	56,7	68,4	79,5	91,0
Zapasy	23,4	24,6	28,5	29,5	34,2	34,5
Należności handlowe	19,1	22,0	16,2	22,1	26,8	27,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	30,1	18,5	7,4	12,2	14,0	25,0
Inne aktywa obrotowe	1,6	3,0	4,5	4,5	4,5	4,5
Pasywa	270,6	304,1	389,5	446,3	494,0	546,2
Kapitał własny razem	190,1	201,0	225,9	271,4	295,2	326,5
Zobowiązania długookresowe	35,2	34,8	50,1	46,6	44,4	7,2
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	32,0	31,9	25,6	44,5	42,3	5,1
Inne	3,3	2,9	24,5	2,1	2,1	2,1
Zobowiązania krótkookresowe	39,0	55,1	90,5	105,3	131,4	189,6
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	10,5	15,9	29,4	30,9	36,0	30,2
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	25,3	37,4	58,1	65,4	88,2	115,9
Inne	3,2	1,7	2,9	9,0	7,2	43,5

Źródło: Spółka, Noble Securities

REKOMENDACJA

Rachunek przepływów pieniężnych	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Zysk netto przed opodatkowaniem	19,3	21,0	15,8	15,4	15,8	15,1
Amortyzacja	3,7	4,0	5,0	5,5	6,0	6,5
Zmiana kapitału obrotowego	-2,3	-2,9	-2,4	-2,9	-6,3	-0,4
Zapłacony podatek dochodowy	-4,1	-4,4	-3,8	-3,0	-2,9	-3,0
CF operacyjny	16,4	15,1	14,6	15,1	12,5	18,3
CAPEX	-10,8	-24,7	-13,1	-8,0	-10,0	-7,0
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dezinwestycje i inne	0,0	0,0	0,0	-4,1	-0,8	-10,9
CF inwestycyjny	-2,8	-26,3	-12,3	-12,1	-10,8	-17,9
Podwyższenie kapitału	0,0	0,7	-9,7	0,7	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-3,2	-3,4	-3,5	-3,9	-4,4	-5,5
CF finansowy	-3,1	-2,8	-13,2	-3,2	-4,4	-5,5
CF	10,4	-14,0	-10,9	-0,2	-2,7	-5,1
Stan środków pieniężnych na początek okresu	18,6	29,0	15,1	4,2	4,0	1,4
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	29,0	15,1	4,2	4,0	1,4	-3,7

Źródło: Spółka, Noble Securities

Wybrane wskaźniki	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
marża EBITDA	26,5%	27,7%	24,7%	24,5%	23,1%	24,0%
marża EBIT	22,0%	22,8%	19,1%	18,3%	17,6%	18,0%
marża netto	18,3%	18,2%	14,3%	14,8%	15,3%	16,0%
Dług netto	-30	-18	-7	-12	-14	-25
Dług netto/EBITDA	-1,4	-0,8	-0,3	-0,6	-0,6	-1,0
Liczba akcji	13,0	13,2	13,0	13,2	13,2	13,2
Dywidenda na akcję	0,26	0,26	0,30	0,33	0,42	0,44
P/BV	1,6	1,4	1,4	1,3	1,2	1,1

Źródło: Spółka, Noble Securities

Roczne stopy wzrostu	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody	18%	-2%	12%	0%	21%	1%
EBITDA	9%	2%	-1%	0%	14%	5%
EBIT	10%	1%	-7%	-4%	16%	3%
Zysk netto	22%	-2%	-13%	5%	25%	5%

Źródło: Spółka, Noble Securities

REKOMENDACJA

OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ W TEGO TYPU RAPORTACH, OPRACOWANIACH I REKOMENDACIACH PRZEKAZYWANYCH PRZEZ NOBLE SECURITIES S.A.

BV – wartość księgowa
EV – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto
EBIT – zysk operacyjny
CF (CFO) – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej
NOPAT – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku
EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
EBITDAA – EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli
EPS – zysk netto przypadający na 1 akcję
DPS – dywidenda przypadająca na 1 akcję
P/E – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję
P/EBIT – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję
P/EBITDA – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję
P/BV – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję
EV/EBIT – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego
EV/EBITDA – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację
ROE – stopa zwrotu z kapitału własnego
ROA – stopa zwrotu z aktywów
WACC – średni ważony koszt kapitału
FCFF – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli
Beta – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu
SG&A – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży

PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA REKOMENDACJI

Niniejsza rekomendacja, zwana dalej „Rekomendacją”, wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy Analityka, według stanu na dzień jego sporządzenia.

Podstawą do opracowania Rekomendacji były wszelkie publicznie dostępne informacje znane Analitykowi na dzień sporządzenia Rekomendacji, w szczególności informacje przekazane przez Emitenta w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania obowiązków informacyjnych.

Przedstawione w Rekomendacji prognozy oraz elementy ocenne, jak również zalecenia i sugestie zachowań inwestycyjnych, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka, bez uzgodnień z Emitentem ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Noble Securities S.A. ani Analityk nie udzielają żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Rekomendacja wydawana przez Noble Securities S.A. obowiązuje przez okres 9 miesięcy lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że zostanie wcześniej zaktualizowana. Aktualizacja jest uzależniona od sytuacji rynkowej oraz subiektywnej oceny analityka.

Używane przez Noble Securities S.A. oznaczenia kierunku rekomendacji wyznaczane są oczekiwaną przez Analityka stopą zwrotu z inwestycji:

- **KUPOJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi więcej niż +20,00%
- **AKUMULUJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji zawiera się w przedziale od +10,00% do +20,00%
- **TRZYMAJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji zawiera się w przedziale od -10,00% do +10,00%
- **REDUKUJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji zawiera się w przedziale od -20,00% do -10,00%
- **SPRZEDAJ** – oczekiwana strata z inwestycji wynosi więcej niż 20,00%

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANE PRZEZ NOBLE SECURITIES S.A. W TEGO TYPU RAPORTACH, OPRACOWANIACH I REKOMENDACIACH

Metoda DCF – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez oceniany podmiot; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń co do prognoz w przyjętym modelu. Odmianą tej metody jest metoda zdyskontowanych dywidend.

Metoda porównawcza – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot; metoda ta lepiej niż metoda DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

POWIĄZANIA I OKOLICZNOŚCI, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWIZM RAPORTU ANALITYCZNEGO

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta.

Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Rekomendacji należne od Noble Securities S.A. nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Noble Securities S.A. lub podmioty z nią powiązane. Nie można zaliczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od Noble Securities S.A. z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Noble Securities S.A. lub podmioty z nią powiązane.

Ponadto Noble Securities S.A. informuje, że:

- Emitent nie jest akcjonariuszem Noble Securities SA,
- Analityk nie posiada papierów wartościowych Emitenta ani papierów wartościowych lub udziałów jego spółek zależnych, jak również jakichkolwiek instrumentów finansowych powiązanych bezpośrednio z papierami wartościowymi Emitenta,
- jest możliwe, że Noble Securities S.A., jego akcjonariusze, podmioty powiązane z akcjonariuszami Noble Securities S.A., członkowie władz lub inne osoby zatrudnione przez Noble Securities S.A. posiadają, mogą zamierzać zbywać lub nabywać papiery wartościowe Emitenta lub instrumenty finansowe powiązane bezpośrednio z papierami wartościowymi Emitenta albo papiery wartościowe emitenta (emitentów) lub instrumenty finansowe powiązane bezpośrednio z papierami wartościowymi emitenta (emitentów) działającego (działających) w branży, w której działa Emitent,
- Noble Securities S.A. nie wykonuje czynności dotyczących instrumentów finansowych Emitenta w zakresie nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe,
- ani Analityk, ani osoby blisko z nimi związane, o których mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1 – 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jednolity: Dz. U. z 2014 r., poz. 94 ze zm.), nie pełnią funkcji w organach podmiotu będącego Emitentem, ani nie zajmują stanowiska kierowniczego w tym podmiocie,
- ani Analityk, ani Noble Securities S.A. lub podmioty z nią powiązane nie pozostają stroną umowy z Emitentem, dotyczącej sporządzenia Rekomendacji.

Jest możliwe, że Noble Securities S.A. ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta albo podmiotów wymienionych w Rekomendacji.

Zgodnie więc z wiedzą Zarządu Noble Securities S.A. oraz Analityka, pomiędzy Emitentem a Noble Securities S.A., osobami powiązanych z Noble Securities S.A. oraz Analitykiem nie występują inne niż wskazane w treści Rekomendacji lub w zastrzeżeniach zamieszczonych pod treścią Rekomendacji powiązania lub okoliczności w rozumieniu § 9-10 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. Nr 206, poz. 1715), które mogłyby wpłynąć na obiektywność Rekomendacji.

REKOMENDACJA

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

Rekomendacja jest materiałem sporządzonym zgodnie z Rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. Nr 206, poz. 1715).

Rekomendujący zapewnia (zapewniają), że Rekomendacja została przygotowana z należytą starannością i rzetelnością w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez Analityka za wiarygodne, rzetelne i obiektywne, jednak Noble Securities S.A. ani Analityk nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne, w szczególności w przypadku gdyby informacje, na których oparto się przy sporządzaniu Rekomendacji okazały się niedokładne, niekompletne lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Noble Securities S.A. ani Analityk nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie rekomendacji, ani za działania i szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie Rekomendacji i informacji w niej zawartych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte w oparciu o treść Rekomendacji ponoszą wyłącznie inwestorzy.

Rekomendacja ani żaden z jej zapisów nie stanowi:

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964r. - kodeks cywilny (tj. Dz. U. z 2014 r. poz. 121),
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- publicznego proponowania nabycia instrumentów finansowych ani oferty publicznej instrumentów finansowych w rozumieniu art. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jednolity: Dz. U. z 2013 r. poz. 1382),
- zaproszenia do subskrypcji lub zakupu papierów wartościowych Emitenta,
- usługi doradztwa inwestycyjnego, ani usługi zarządzania aktywami.

Rekomendacja

- jest adresowana do inwestorów instytucjonalnych, Klientów Noble Securities S.A., potencjalnych Klientów Noble Securities S.A., pracowników Noble Securities S.A., użytkowników strony internetowej Noble Securities S.A. www.noblesecurities.pl,
- będzie udostępniana nieodpłatnie powyższym adresatom w drodze elektronicznej lub drodze indywidualnych spotkań lub poprzez umieszczenie jej na stronie internetowej www.noblesecurities.pl, a ponadto Noble Securities S.A. nie wyklucza również przekazania do publicznej wiadomości za pośrednictwem mediów części, skrótu lub całości Rekomendacji, w tym samym terminie co umieszczenie na stronie internetowej www.noblesecurities.pl lub w późniejszym terminie,
- jest przeznaczona do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczona do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,
- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w szczególności w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Rekomendacji zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Rekomendacji.

Na zasadach określonych w § 14 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. Nr 206, poz. 1715), część opisowa przygotowywanej Rekomendacji nie została udostępniona Emitentowi w celu weryfikacji faktów prezentowanych w części opisowej Rekomendacji.

Inwestowanie w instrumenty finansowe, w tym w papiery wartościowe, wiąże się z szeregiem ryzyk związanych m.in. z sytuacją makroekonomiczną kraju i na rynkach giełdowych, zmianami przepisów prawa i innych regulacji dotyczących działalności podmiotów gospodarczych. Wyeliminowanie ryzyk w inwestowaniu w instrumenty finansowe jest praktycznie niemożliwe.

Inwestorzy korzystający z Rekomendacji nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez Noble Securities S.A.

UWAGI KOŃCOWE

Dodatkowe informacje o Noble Securities S.A. i kwestiach związanych z ryzykami w inwestowaniu w instrumenty finansowe za pośrednictwem Noble Securities S.A. oraz związanych ze sposobem zapobiegania przez Noble Securities S.A. konfliktom interesów występujących w prowadzonej działalności są zamieszczone na stronie internetowej www.noblesecurities.pl.

Rozpowszechnianie lub powielanie Rekomendacji (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody Noble Securities S.A. jest zabronione.

Noble Securities S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca Sonel SA	
Rekomendacja/aktualizacja	Kupuj
Data wydania	07.10.2014
Kurs z dnia rekomendacji	13,5
Cena docelowa	18,2
WIG w dniu rekomendacji	53 770,98

Zalecenie w ostatnich 12 miesiącach	Wydane rekomendacje		Wydane rekomendacje dla klientów bankowości inwestycyjnej Noble Securities	
	Liczba	% wszystkich	Liczba	udział
Kupuj	16	41%	1	6%
Akumuluj	13	33%	0	0%
Trzymaj	10	26%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%
SUMA	39		1	3%