

## Aplisens SA

W 2018 r. liczymy na odbicie sprzedaży na rynku krajowym oraz WNP. Z uwagi na mniej korzystne relacje walutowe sprzedaż eksportowa w kierunku zachodnim może spowolnić do 10-20%. Rosnące przychody pozwolą efektywniej wykorzystywać potencjał produkcyjny wpływając pozytywnie na rentowność. Zakładamy utrzymanie polityki dywidendowej. Spółka jest wyceniana z wysokim dyskontem do zagranicznych spółek z branży AKPiA. Bieżącą wartość akcji spółki wyznaczyliśmy na 14,6 zł.

### Dobre perspektywy wzrostu

Liczymy na odwrócenie negatywnych trendów na rynku inwestycji krajowych w roku 2018. W branży energetycznej zwiększeniu wydatków inwestycyjnych sprzyjać powinno ustabilizowanie sytuacji kadrowej i właścicielskiej w największych spółkach, oraz kończenie dużych projektów w segmencie wytwarzania, co odciąży nieco budżety tych firm. Z kolei w branży ochrony środowiska niezbędne są remonty i modernizacje. Na rynkach WNP poprawie koniunktury sprzyjać będą wysokie ceny ropy naftowej. Spowolnienie może dotknąć eksportu w kierunku zachodnim z uwagi na pogorszenie relacji walutowych.

### Niewykorzystany potencjał produkcyjny

Inwestując w nową fabrykę w Radomiu Aplisens zbudował zasoby produkcyjne pod przychody na poziomie ok. 85 mln zł (jednostkowe). Taki poziom miał być osiągnięty już w roku 2016, gdyby udało się zrealizować założenia strategii na lata 2014-16. Przy obecnym poziomie sprzedaży (ok. 70 mln zł) zasoby te są przewymiarowane i obniżają rentowność. Zwiększając sprzedaż do ok. 85 mln zł (prognoza jednostkowa na 2020 r.) możliwa byłaby poprawa efektywności i powrót do rentowności z lat 2014-15 (tj. 25% skonsolidowanej rentowności EBITDA).

### Bezpieczny bilans, konserwatywna polityka inwestycyjna

Charakterystyczna dla Aplisensa jest bardzo konserwatywna struktura finansowania aktywów. Spółka nieprzerwanie od debiutu giełdowego (2009 r.) dysponuje nadwyżką gotówkową, pomimo przeznaczenia na inwestycje ok. 100 mln zł w tym okresie.

### Stabilne wypłaty do akcjonariuszy: dywidenda i buyback

Pomimo zwiększenia wydatków inwestycyjnych w latach 2018-19 oczekujemy kontynuacji polityki dywidendowej, choć wartość wypłat pozostanie na relatywnie niskim poziomie (payout ratio 25%). Sytuacja finansowa umożliwia naszym zdaniem przeznaczenie dla akcjonariuszy większych kwot, jednak zarząd nie porzucił planów akwizycyjnych, tak więc kwota min. 10 mln zł zawsze będzie stanowiła rezerwę finansową odłożoną na ten cel.

### Ryzyka dla prognoz i wyceny

Wśród głównych ryzyk, jakie widzimy dla naszych prognoz jest utrzymanie niskich nakładów inwestycyjnych w branżach energetycznej oraz ochronie środowiska (gł. inwestycje samorządów) oraz pogorszenie sytuacji w Rosji (jako efekt potencjalnego załamania na rynku ropy i/lub spadku kursu rubla).

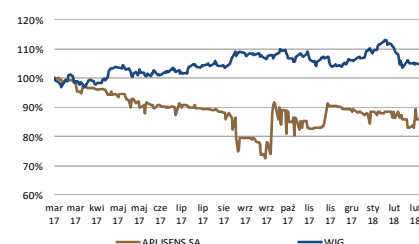
**Wartość akcji Aplisensa oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (14,3 zł) oraz porównawczą (12,8/23,4 zł), co po zważeniu powyższych wycen pozwoliło nam wyznaczyć wartość bieżącą na 14,6 zł.**

mln zł	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody ze sprzedaży	89,3	88,4	94,3	96,1	103,0	109,6
EBITDA	22,0	22,6	21,7	22,5	24,7	26,7
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	12,6	13,7	14,1	13,7	14,6	15,5
EPS (zł)	0,97	1,04	1,07	1,04	1,16	1,23
DPS (zł)	0,30	0,26	0,26	0,26	0,29	0,31
P/E (x)	13,2	12,3	12,0	12,3	11,0	10,4
EV/EBITDA (x)	7,2	6,8	6,9	6,7	5,8	5,2

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

**NOBLE  
SECURITIES**  
DOM MAKLECKI

Kurs akcji	12,8 zł
Wycena	14,6 zł
Potencjał wzrostu	14%
Kapitalizacja	161 mln zł
Free float	31%
Śr. wolumen 6M	771



### PROFIL SPÓŁKI

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

### STRUKTURA AKCJONARIATU

Adam Żurawski	20,12%
Janusz Szewczyk	12,49%
Mirosław Dawidonis	11,27%
Mirosław Karczmarczyk	8,67%
Dorota Zubkow	8,38%
Andrzej Kobiałka	8,30%
OFE PZU "Złota Jesień"	6,21%
Pozostali	24,55%

**Michał Sztabler**

**Analityk akcji**

michal.sztabler@noblescurities.pl  
+48 22 244 13 03

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 02.03.2018 o godz. 12:15. Pierwsze rozpowszechnienie nastąpiło 02.03.2018 o godz. 12:30.

## REKOMENDACJA

### WYCENA

Wartość jednej akcji Aplisens SA wyliczyliśmy jako średnią z wyceny porównawczej (uwzględniliśmy wskaźniki dla okresu prognozy 2017-19) oraz DCF. **Na tej podstawie wyznaczaliśmy bieżącą wartość akcji na 14,6 zł.** Spółki zagraniczne wyceniane są z dużą premią do Aplisensa, co jest trwałą tendencją (w dużej części są to spółki globalne – dywersyfikacja geograficzna, nierzadko operujące w wielu segmentach – dywersyfikacja produktowa) i dlatego nadaliśmy tej wycenie niższą wagę.

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)
Wycena DCF	50%	14,3
Wycena porównawcza - kraj	40%	12,8
Wycena porównawcza - zagranica	10%	23,4
<b>Wycena bieżąca</b>		<b>14,6</b>
Kurs giełdowy aktualny		12,8
Potencjał		14%

Źródło: Noble Securities

### WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na koniec 2017 roku,
- Gotówka netto na dzień 31/12/2017 w wysokości 17 mln zł (prognoza Noble Sec.),
- Efektywna stopa podatkowa ok. 10% w latach 2018-2024 (ulga podatkowa), potem 19%.
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 1%,
- Udział kapitału własnego w finansowaniu aktywów 100% (konserwatywna polityka finansowa zarządu),
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 3,5%, premia za ryzyko w wysokości 6%, beta na poziomie 1,0.

### WYCENA DCF

DCF	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	103	103	110	115	118	120	124	127	130	133
NOPAT	14	15	16	17	17	18	17	16	17	17
Amortyzacja	8	9	10	11	11	9	9	10	11	12
Zmiany KON	-3	-3	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
CAPEX	-16	-13	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9
<b>FCFF</b>	<b>3</b>	<b>9</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>19</b>
WACC	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>
Współczynnik dyskonta	0,93	0,85	0,77	0,71	0,65	0,59	0,54	0,49	0,45	0,41
DFCF	3	8	12	12	11	10	9	8	8	8
SUMA DFCFF do 2026	88									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	1%									
Wartość rezydualna na 2026	188									
Zdyskontowana wartość rezydualna	77									
Wartość Firmy (EV)	165									
Prognozowany dług netto 31.12.2016	-17									
Udziałowcy mniejszościowi	2									
Wartość kapitałów własnych	180									
Liczba akcji (w tys.)	12,6									
Wartość na 1 akcję	14,3									

Źródło: Noble Securities

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-2%	-1%	0%	1%	2%
WACC - 1,0%	14,4	15,2	16,2	17,4	19,1
WACC - 0,5%	13,7	14,4	15,2	16,2	17,6
WACC	13,1	13,6	14,3	15,2	16,4
WACC + 0,5%	12,5	13,0	13,6	14,3	15,3
WACC + 1,0%	11,9	12,4	12,9	13,5	14,3

## REKOMENDACJA

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
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
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>
Efektowna stopa podatkowa	16,7%	13,8%	12,9%	13,3%	11,2%	9,8%	8,9%	8,1%	7,3%	11,4%
Koszt długu	5,0%	5,0%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
Koszt długu po tarczy	4,2%	4,31%	3,82%	3,80%	3,89%	3,95%	3,99%	4,03%	4,06%	3,88%
Dług netto/EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>WACC</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Spółki krajowe	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
Aparator	983	12,0	10,9	9,6	7,4	6,9	6,5
Sonel	153	19,6	10,8	9,2	7,2	5,3	4,5
<b>Mediana</b>		<b>15,8</b>	<b>10,8</b>	<b>9,4</b>	<b>7,3</b>	<b>6,1</b>	<b>5,5</b>
Aplisens	161	12,3	11,0	10,4	6,7	5,8	5,2
Premia/dyskonto do średniej (%)		-22%	2%	10%	-8%	-5%	-6%
Implikowana wartość godziwa Aplisens		16,9	11,3	10,9	13,5	11,8	12,2
Implikowana wartość godziwa Aplisens				<b>12,8</b>			

Bloomberg, Noble Securities, dane na 02.03.2018 r. godz 07:30

Spółki zagraniczne	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
Honeywell	367 199	20,7	18,5	17,0	13,9	12,6	11,9
Emerson	150 880	26,6	22,3	19,4	14,7	12,8	11,8
Yokogawa	16 797	23,3	23,2	18,2	10,7	10,1	8,8
Itron	10 229	25,0	23,0	16,7	14,2	12,2	9,4
ESCO	6 143	28,1	22,4	19,3	14,1	12,3	11,4
Badger Meter	4 509	39,9	30,8	26,7	19,6	16,8	15,3
Vaisala Oyj	2 753	24,5	20,7	17,8	13,1	12,5	10,7
Phoenix Mecano	1 859	22,4	17,0	15,0	9,6	9,5	7,5
<b>Mediana</b>		<b>24,7</b>	<b>22,4</b>	<b>18,0</b>	<b>14,0</b>	<b>12,4</b>	<b>11,1</b>
Aplisens	161	12,3	11,0	10,4	6,7	5,8	5,2
Premia/dyskonto do średniej (%)		-50%	-51%	-42%	-52%	-53%	-53%
Implikowana wartość godziwa Aplisens		26,4	23,3	20,9	24,5	22,5	23,1
Implikowana wartość godziwa Aplisens				<b>23,4</b>			

Bloomberg, Noble Securities, dane na 02.03.2018 r. godz 07:30

## REKOMENDACJA

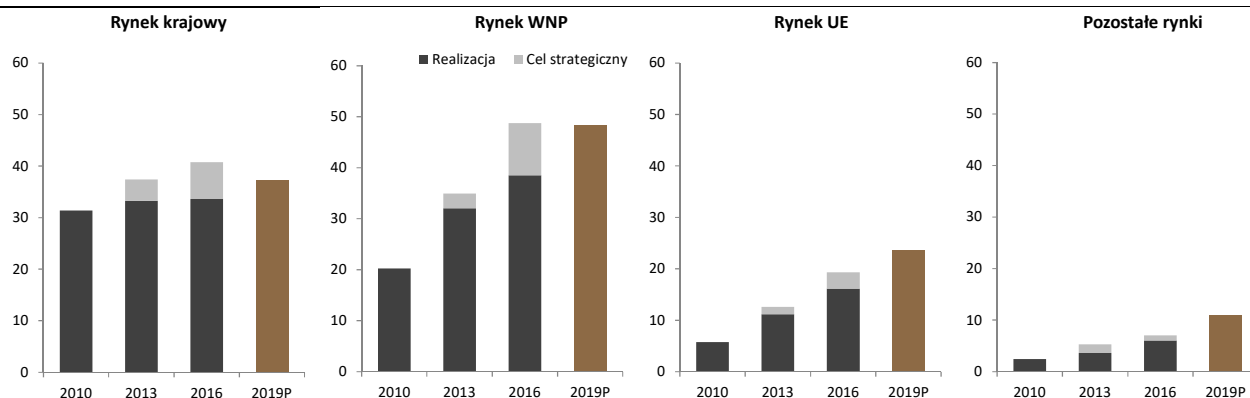
### STABILNY WZROST I BEZPIECZEŃSTWO FINANSOWE

#### Strategia i jej realizacja

Zarząd Aplisensa tworzy 3-letnie plany strategiczne, które stanowią punkt wyjścia do budowy wewnętrznych planów sprzedażowych oraz inwestycyjnych. Mogą być również wskazówką dla inwestorów giełdowych odnośnie kierunków rozwoju spółki i kształtowania się przychodów.

W swojej giełdowej historii Aplisens zakończył już trzy takie programy, obecnie jest w trakcie realizacji czwartego (na lata 2017-19). Prezentowane przez zarząd założenia traktujemy jako cele, którym podporządkowana jest polityka finansowa i inwestycyjna spółki. Choć nie zawsze udawało się osiągnąć zakładane poziomy przychodów, to jednak kierunek zmian był dotrzymywany. Spółka tworzy prognozy osobno dla każdego z kluczowych segmentów (geograficznych) sprzedaży.

#### Realizacja strategii rozwoju: plany i wykonanie



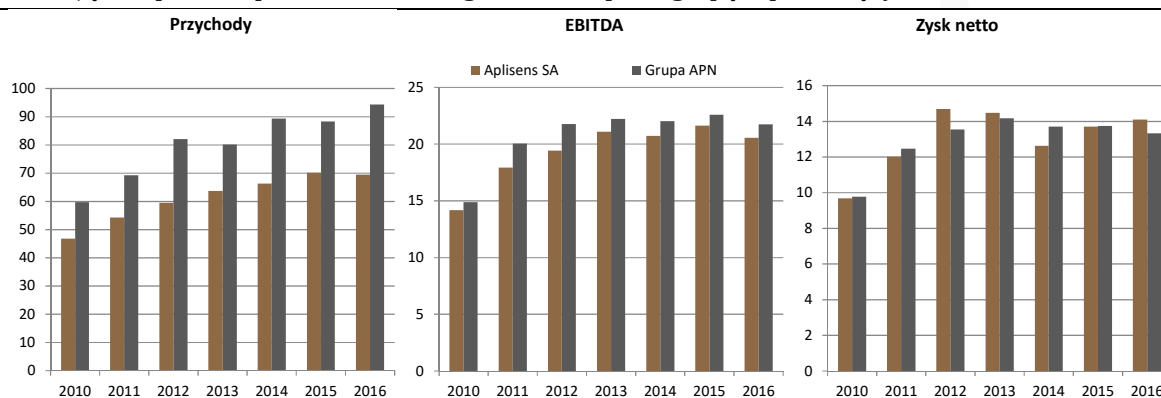
Źródło: Aplisens, Noble Securities

Na rok 2017 spółka spodziewała się spadku przychodów na rynku krajowym o 6% oraz wzrostów na rynkach eksportowych (od 3% w WNP do 20% na pozostałych rynkach). Cel ten naszym zdaniem udało się zrealizować. Ambitniejsze są prognozy zarządu na rok 2018, gdyż oczekiwane jest odbicie na rynku krajowym (+9%) oraz w eksporcie do krajów WNP (+10%). Utrzymana ma być wysoka (15-20%) dynamika wzrostu sprzedaży na inne rynki. Oznaczałoby to 11-proc. wzrost przychodów całej grupy. W naszych prognozach jesteśmy bardziej ostrożni (+7% dla całej grupy), gdyż sygnały powrotu koniunktury w inwestycjach przedsiębiorstw w Polsce wciąż nie są tak jednoznaczne.

#### Kluczowe wyniki spółki dominującej Aplisens SA

Choć Aplisens działa w formule grupy kapitałowej, to kluczowe z punktu widzenia generowanych zysków są wyniki spółki dominującej. Dodatkowo należy pamiętać, iż sprzedaż na rynki WNP realizowana jest często przez pośredników (rozwiązanie optymalne z uwagi na koszty i czas transportu), co dubluje przychody i zaniża rentowność. Dlatego też na poziomie przychodów rozbieżności między danymi skonsolidowanymi a jednostkowymi sięgają ok. 20-25%, podczas gdy na EBITDA oraz zysku netto już tylko ok. 5%.

#### Spółka dominująca odpowiada prawie w 100% za generowane przez grupę kapitałową zyski



Źródło: Aplisens, Noble Securities

Nasze prognozy podajemy w wersji skonsolidowanej, jednak jako punkt wyjścia bierzemy dane jednostkowe.

## REKOMENDACJA

### Rozbudowa potencjału produkcyjnego: wzrost kosztów stałych niezbilansowany przychodami

Inwestując w nową fabrykę w Radomiu Aplisens zbudował zasoby produkcyjne (hala, pracownicy, nowe produkty) pod przychody na poziomie ok. 85 mln zł (115-120 mln zł w wersji skonsolidowanej). Taki poziom miał być osiągnięty już w roku 2016, gdyby udało się zrealizować założenia strategii na lata 2014-16. Przy obecnym poziomie sprzedaży (ok. 70 mln zł) zasoby te są przewymiarowane, generując dodatkowe koszty stałe (wynagrodzenia, amortyzacja) i obniżając rentowność. Naszym zdaniem zwiększając sprzedaż do ok. 85 mln zł (115 mln zł po konsolidacji, prognoza 2020 r.) dzięki dźwigni operacyjnej możliwa byłaby poprawa efektywności i powrót do rentowności z lat 2014-15 (ok. 25% skonsolidowanej rentowności EBITDA). Pozostałe składowe kosztów mają w miarę stały udział w przychodach.

### Bezpieczny bilans, inwestycje finansowane ze środków własnych

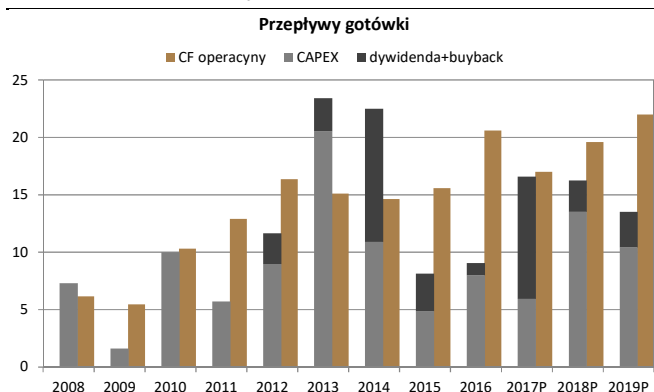
Charakterystyczna dla Aplisensa jest bardzo konserwatywna struktura finansowania aktywów. Spółka nieprzerwanie od debiutu giełdowego (2009 r.) dysponuje nadwyżką gotówkową, pomimo przeznaczenia na inwestycje ok. 100 mln zł w tym okresie.

Strategia na lata 2017-19 zakłada zainwestowanie w tym okresie 43,5 mln zł (10,6 mln zł w 2017 r., 21,6 mln zł w 2018 r. i 11,3 mln zł w 2019 r.). Zarząd już zapowiedział, że część ubiegłorocznych inwestycji została przesunięta na rok bieżący (m.in. z uwagi na słabą koniunkturę w I połowie 2017 r. oraz znaczne wydłużenie terminów dostaw wybranych technologii przez ich dostawców), spodziewamy się, że także CAPEX planowany na 2018 r. zostanie zmniejszony. O ile spółka będzie osiągała dynamikę sprzedaży na poziomie 10% lub większą, planowane w strategii wydatki inwestycyjne powinny zostać zrealizowane w zakładanym 3-letnim okresie (z większymi wydatkami w 2019 r.). Taki też jest nasz scenariusz bazowy dla prognoz.

### Stabilny transfer gotówki do akcjonariuszy: dywidenda i buyback

Pomimo zwiększenia wydatków inwestycyjnych w latach 2018-19 nie obawiamy się ograniczenia wypłat dywidendy, choć ich wartość pozostanie na relatywnie niskim poziomie (biorąc pod uwagę sytuację finansową spółki). W prognozach przyjęliśmy wypłatę w formie dywidendy 25% skonsolidowanego zysku netto (DY=2,1%). Sytuacja finansowa umożliwi naszym zdaniem przeznaczenia na wypłaty dla akcjonariuszy większych kwot, jednak zarząd nie porzucił planów akwizycyjnych, tak więc kwota min. 10 mln zł zawsze będzie stanowiła rezerwę finansową odłożoną na ten cel.

### Cash flow wystarczający na finansowanie wydatków



Źródło: Aplisens, Noble Securities

Równoległe do polityki dywidendowej Aplisens od czasu do czasu przeprowadza skup akcji własnych. Podstawowym celem jest nabycie akcji celem ich późniejszego wydania pracownikom w ramach programu motywacyjnego. Biorąc pod uwagę koszty alternatywnego rozwiązania tj. wypłaty świadczenia w formie pieniężnej, taka strategia jest korzystniejsza dla spółki; wiąże też na dłużej kluczowych pracowników Aplisensa ze spółką. Historycznie spółka wydawała każdego roku swoim najważniejszym pracownikom łącznie ok. 220 tys. akcji (1,7% kapitału). Koszt programu (wynikający z dyskonta przy odsprzedaży akcji pracownikom) to ok. 2 mln zł rocznie. Należy liczyć się z kontynuowaniem programu motywacyjnego na podobnych zasadach także w następnych latach. W swojej giełdowej historii Aplisens zdecydował się także dwukrotnie (w 2014 i 2017 roku) na przeprowadzenie skupu większej liczby akcji (przeznaczając na ten cel jednorazowo kwotę ok. 10 mln zł), w celu ich umorzenia. Oferując ceny odkupu z premią do bieżących notowań zarząd chciał dać dużym akcjonariuszom (szczególnie OFE) możliwość wyjścia z inwestycji w mało płynny walor, jakim są akcje Aplisensa. Jako że buyback celem umorzenia realizowany był dotychczas sporadycznie, nie uwzględnialiśmy takich ruchów w naszych prognozach finansowych.

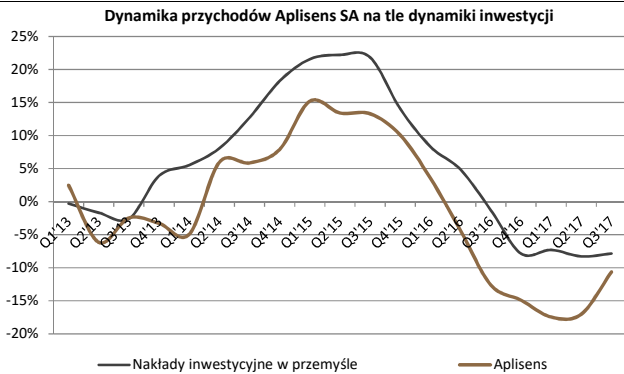
## REKOMENDACJA

### DOBRE PERSPEKTYWY ROZWOJU

#### Sytuacja na rynku krajowym (ok. 45% przychodów jednostkowych)

Aplisens operuje na rynku dóbr inwestycyjnych, tak więc spadek inwestycji w kraju odbił się negatywnie na wynikach firmy w latach 2016-17.

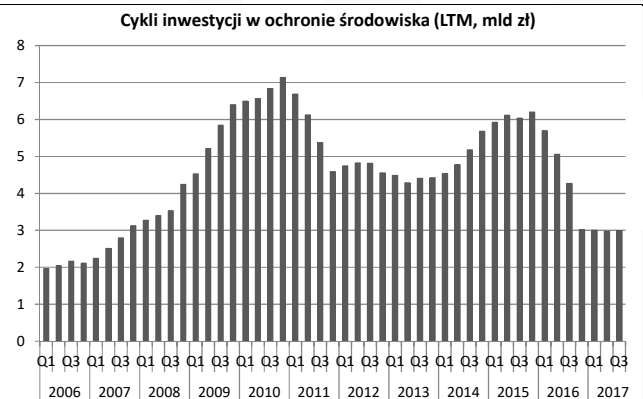
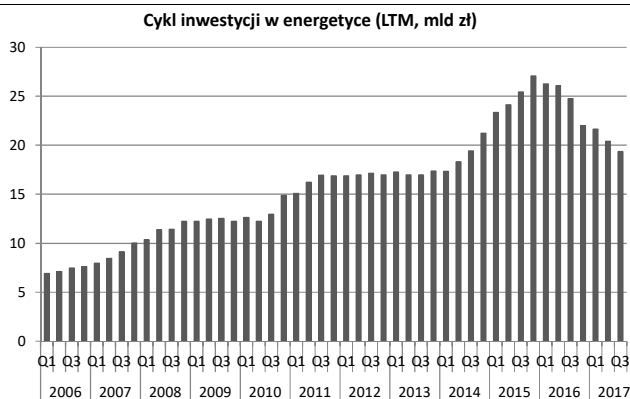
#### Powiązanie sprzedaży Aplisensa na rynku polskim z sytuacją w inwestycjach krajowych



Źródło: Aplisens, GUS, Noble Securities

Szczególnie widoczne są ograniczenia inwestycji w branży energetycznej, do której Aplisens kieruje znaczną część swojej oferty. Zważywszy, iż największe koncerny energetyczne ponoszą wysokie nakłady na budowę nowych bloków energetycznych (Enea – Koźlenice, PGE – Opole i Turów, Tauron – Jaworzno), wydatki na pozostałe wyposażenie spadły jeszcze bardziej. Dodatkowo zagraniczni inwestorzy, planując zbycie polskich aktywów wytwórczych, zawiesili niemal wszystkie znaczące projekty modernizacyjne. Jeszcze gorzej jest w branży ochrony środowiska (segment rynku równie istotny dla Aplisensa), która ścięła wydatki o ok. 50% w 2016 r. i ich nie odbudowała w roku ubiegłym.

#### Wydatki inwestycyjne w kluczowych dla Aplisensa branżach



Źródło: GUS, Noble Securities

Liczymy na odwrócenie negatywnych trendów w roku 2018, gdyż cykliczny dołek obie branże mają naszym zdaniem za sobą. W branży energetycznej zwiększeniu wydatków inwestycyjnych sprzyjać powinno ustabilizowanie sytuacji kadrowej i właścicielskiej w największych spółkach, oraz kończenie dużych projektów w segmencie wytwarzania, co odciąży nieco budżety tych firm. Z kolei w branży ochrony środowiska niezbędne są remonty i modernizacje.

#### Sytuacja na rynkach WNP (ok. 20% przychodów jednostkowych)

Głównym klientem Aplisensa na rynkach wschodnich są podmioty z branży energetycznej oraz ropy i gazu. W przeciwieństwie do wielu swoich konkurentów, Aplisens nie wycofał się z rynku rosyjskiego w okresie dekonjunktury. Poprawiająca się sytuacja makroekonomiczna tego kraju (m.in. za sprawą rosnących cen surowców energetycznych) powinna poprawić kondycję finansową wielu tamtejszych firm i zwiększyć popyt na produkty inwestycyjne. Tym bardziej, że przy utrudnionym dostępie do finansowania zewnętrznego w ostatnich latach inwestycje w wielu branżach było ograniczane.

Utrzymuje się dobra koniunktura na rynku białoruskim, dynamicznie (choć z niskiej bazy) rośnie sprzedaż na Ukrainę i do Kazachstanu (segment cukrowniczy).

## REKOMENDACJA

### Oczekiwania na Q4/2017 i kolejne kwartały

Naszym zdaniem już wyniki Q4/2017 pokażą zmianę trendu na wzrostowy. Świadczy o tym:

- poprawa w inwestycjach przedsiębiorstw sygnalizowana przez GUS,
- wzrost zamówień w Aplisensie od początku Q3/2017 (znaczna ich część przeszła do realizacji w ostatnich miesiącach roku),
- podtrzymanie przez zarząd spółki całorocznych założeń dotyczących dynamiki sprzedaży na rynku krajowym (uzyskanie w całym roku wartości przychodów z rynku polskiego na poziomie 95% wartości z 2016 r. oznacza w samym Q4 ok. 10-proc. tempo wzrostu),
- utrzymanie koniunktury w UE,
- systematyczne pozyskiwanie nowych klientów na rynkach pozaeuropejskich.

Na tej podstawie oczekujemy w Q4/2017 ok. 26 mln zł skonsolidowanych przychodów (+20% r/r), 5,1 mln zł EBITDA (++40% r/r) i 3 mln zł zysku netto (+25% r/r). Niższa dynamika na poziomie zysku netto wynika z niższych prognozowanych wpływów z działalności finansowej (w Q4/2016 spółka miała ok. +0,5 mln zł z „finansówki”, głównie dzięki różnicom kursowym). W całym 2017 r. Aplisens powinien mieć wyniki zbliżone do roku poprzedniego: 13,6 mln zł zysku netto (-4%) i 22,5 mln zł EBITDA (+4%) przy 96 mln zł skonsolidowanych przychodów (+2% r/r).

Niska baza wynikowa I połowy roku pozwoli utrzymać dodatnią dynamikę także w kolejnych kwartałach.

### Negocjacje w sprawie przejęcia spółki z branży aparatury kontrolno-pomiarowej

Aplisens negocjuje nabycie 100% udziałów spółki z branży aparatury kontrolno-pomiarowej, której średnioroczne przychody z ostatnich 3 lat wyniosły ok. 8 mln zł (10% przychodów Aplisensa), a zysk netto ok. 0,8 mln zł (ok. 6% wyników APN). Zawarcie umowy zakupu udziałów uzależnione jest w szczególności od wyników badania due diligence.

Na podstawie generowanych przez ten podmiot wyników można spodziewać się transakcji w kwocie nie większej niż 10 mln zł (P/E=12, na poziomie prognozowanym dla Aplisensa za 2017 r.). Ewentualny wyższy wydatek mógłby wpłynąć negatywnie na wycenę spółki, o ile planowana akwizycja nie dołoży efektów synergii (trudnych obecnie do oszacowania na podstawie posiadanych informacji). Strategicznie krok ten oceniamy pozytywnie, jednak należy mieć świadomość, iż w krótkim czasie może przełożyć się na ograniczenie wypłat do akcjonariuszy (dywidenda zapewne pozostanie na poziomie ok. 0,25-0,30 zł/akcję, natomiast nie będzie buybacku). Alternatywnym rozwiązaniem jest sfinansowanie transakcji (przynajmniej częściowo) płacąc akcjami własnymi, które Aplisens skupił w 2017 r. celem m.in. umorzenia. Przypominamy, że po przekazaniu części z nich na realizację programu motywacyjnego, na bilansie pozostało jeszcze ok. 530 tys. walorów (o wartości rynkowej ok. 6,5 mln zł).

Rachunek zysków i strat	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>89,3</b>	<b>88,4</b>	<b>94,3</b>	<b>96,1</b>	<b>103,0</b>	<b>109,6</b>
Zysk brutto na sprzedaży	32,3	32,6	31,8	32,0	33,4	34,5
Koszty sprzedaży	2,3	2,1	1,9	2,0	2,1	2,3
Koszty ogólnego zarządu	12,4	13,2	13,8	14,2	14,6	14,9
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-0,6	-0,3	-0,5	-0,1	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>17,0</b>	<b>17,0</b>	<b>15,6</b>	<b>15,6</b>	<b>16,7</b>	<b>17,3</b>
Koszty i przychody finansowe netto	-1,3	-0,4	1,2	0,0	0,2	0,2
Zysk przed opodatkowaniem	15,7	16,6	16,7	15,7	16,9	17,5
Podatek dochodowy	3,0	2,8	2,3	2,0	2,2	1,9
<b>Zysk netto</b>	<b>12,7</b>	<b>13,9</b>	<b>14,4</b>	<b>13,7</b>	<b>14,6</b>	<b>15,5</b>
<b>Zysk netto przyp. akc. jedn. dominującej</b>	<b>12,6</b>	<b>13,7</b>	<b>14,1</b>	<b>13,7</b>	<b>14,6</b>	<b>15,5</b>
Amortyzacja	5,0	5,6	6,2	6,9	8,0	9,4
<b>EBITDA</b>	<b>22,0</b>	<b>22,6</b>	<b>21,7</b>	<b>22,5</b>	<b>24,7</b>	<b>26,7</b>

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

Bilans	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
<b>Aktywa</b>	<b>130,9</b>	<b>139,2</b>	<b>155,6</b>	<b>156,3</b>	<b>168,3</b>	<b>180,8</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>74,3</b>	<b>78,7</b>	<b>86,1</b>	<b>86,3</b>	<b>94,5</b>	<b>97,5</b>
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	72,4	76,8	82,7	82,9	91,1	94,1
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne aktywa trwałe	1,8	1,9	3,4	3,4	3,4	3,4
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>56,7</b>	<b>60,5</b>	<b>69,5</b>	<b>70,0</b>	<b>73,8</b>	<b>83,2</b>
Zapasy	28,5	30,7	32,9	35,6	38,1	40,5
Należności handlowe	16,2	15,3	16,3	17,1	18,3	19,5
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	7,4	14,3	20,0	17,1	17,1	22,9
Inne aktywa obrotowe	4,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Pasywa</b>	<b>130,9</b>	<b>139,2</b>	<b>155,6</b>	<b>156,3</b>	<b>168,3</b>	<b>180,8</b>
<b>Kapitał własny razem</b>	<b>119,1</b>	<b>130,4</b>	<b>143,3</b>	<b>144,2</b>	<b>155,5</b>	<b>167,3</b>
<b>Zobowiązania długookresowe</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zobowiązania krótkookresowe</b>	<b>10,2</b>	<b>6,7</b>	<b>9,6</b>	<b>9,5</b>	<b>10,2</b>	<b>10,8</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	8,3	5,0	8,1	7,9	8,5	9,0
Inne	1,9	1,8	1,5	1,6	1,7	1,8

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities



## REKOMENDACJA

Rachunek przepływów pieniężnych	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Zysk netto przed opodatkowaniem	15,7	16,6	16,7	15,7	16,9	17,5
Amortyzacja	5,0	5,6	6,2	6,9	8,0	9,4
Zmiana kapitału obrotowego	-2,4	-4,8	-0,3	-3,6	-3,1	-3,0
Zapłacony podatek dochodowy	-3,8	-3,8	-2,5	-2,0	-2,2	-1,9
<b>CF operacyjny</b>	<b>14,6</b>	<b>15,6</b>	<b>20,6</b>	<b>17,0</b>	<b>19,6</b>	<b>22,0</b>
CAPEX	-13,1	-5,8	-9,6	-7,1	-16,2	-12,5
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dezinwestycje i inne	0,0	0,0	0,0	-7,5	0,3	-5,4
<b>CF inwestycyjny</b>	<b>-12,3</b>	<b>-5,6</b>	<b>-11,8</b>	<b>-14,6</b>	<b>-15,9</b>	<b>-17,9</b>
Podwyższenie kapitału	-9,7	0,9	3,4	-9,4	0,1	-0,1
Zmiana zadłużenia odsetkowego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-13,9	-3,9	-5,6	-15,6	-6,4	-6,7
<b>CF finansowy</b>	<b>-13,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>-4,4</b>	<b>-12,8</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,7</b>
<b>CF</b>	<b>-10,9</b>	<b>7,0</b>	<b>4,4</b>	<b>-10,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>
Stan środków pieniężnych na początek okresu	15,1	4,2	11,2	15,6	5,3	5,6
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	4,2	11,2	15,6	5,3	5,6	6,0

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

Wybrane wskaźniki	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
marża EBITDA	24,7%	25,6%	23,0%	23,4%	24,0%	24,4%
marża EBIT	19,1%	19,2%	16,5%	16,3%	16,2%	15,8%
marża netto	14,3%	15,7%	15,3%	14,2%	14,2%	14,2%
Dług netto	-7	-14	-20	-17	-17	-23
Dług netto/EBITDA	-0,3	-0,6	-0,9	-0,8	-0,7	-0,9
Liczba akcji	13,0	13,2	13,2	13,1	12,6	12,6
Dywidenda na akcję	0,30	0,26	0,26	0,26	0,29	0,31
P/BV	1,4	1,3	1,2	1,2	1,0	1,0

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

Roczne stopy wzrostu	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	12%	-1%	7%	2%	7%	6%
EBITDA	-1%	2%	-4%	4%	10%	8%
EBIT	-7%	0%	-8%	1%	7%	4%
Zysk netto	-13%	9%	3%	-3%	7%	6%

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

# REKOMENDACJA

## OBIAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORTACH ANALITYCZNYCH DYSTRYBUOWANYCH PRZEZ NOBLE SECURITIES S.A.

**BV** – wartość księgową  
**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 RAPORTU ANALITYCZNEGO

Niniejszy raport analityczny, zwany dalej „Raportem” został przygotowany przez Noble Securities S.A. („NS”) z siedzibą w Warszawie.

Podstawą do opracowania Raportu były publicznie dostępne informacje znane Analitykowi na dzień sporządzenia Raportu, w szczególności informacje przekazane przez Emitenta w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania obowiązków informacyjnych. Raport wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy Analityka, według stanu na dzień jego sporządzenia.

Przedstawione w Raporcie prognozy oraz elementy ocenne, 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. NS ani Analityk nie udzielają żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Raport wydawany przez NS obowiązuje przez okres 12 miesięcy, chyba, że zostanie wcześniej zaktualizowany. Aktualizacja jest uzależniona od sytuacji rynkowej oraz subiektywnej oceny Analityka.

### SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

**Metoda DCF (ang. *discounted cash flow*)** – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez oceniany podmiot. Silne strony tej metody to uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają i wypływają ze spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami metody wyceny DCF są: duża ilość założeń i parametrów, które trzeba oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych czynników. 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 bardzo dobrze odzwierciedla bieżący stan rynku, wymaga mniejszej liczby założeń oraz jest prostsza w zastosowaniu (stosunkowo duża dostępność wskaźników dla podmiotów porównywanych). Do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych), subiektywizm w doborze grupy porównywalnych firm oraz uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych parametrów (np. tempo wzrostu, corporate governance, aktywa pozaoperacyjne, różnice w standardach rachunkowości).

### INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY WPLYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU

**Raport został sporządzony przez NS na zlecenie Emitenta.**

Raport przed publikacją został ujawniony Emitentowi w celu sprawdzenia zgodności ze zobowiązaniami prawnymi NS i został następnie zmieniony. Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Raportu należne od NS nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS lub z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od NS z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta.

Jest możliwe, że NS ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta.

### ROZWIĄZANIA ORGANIZACYJNE I ADMINISTRACYJNE ORAZ BARIERY INFORMACYJNE USTANOWIONE W CELU ZAPOBIEGANIA KONFLIKTOM INTERESÓW ORAZ ICH UNIKANIA

Szczegółowe zasady postępowania w przypadku powstania konfliktów interesów zawarte są w „Regulaminie zarządzania konfliktami interesów w Noble Securities S.A.” dostępnym na stronie internetowej [www.noblesecurities.pl](http://www.noblesecurities.pl) w zakładce: „O nas”/„Regulacje”/„Polityka informacyjna”.

Struktura wewnętrzna NS zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów oraz zapobiega powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku powstania takiego konfliktu umożliwia ochronę interesów Klienta przed szkodliwym wpływem tego konfliktu. W szczególności Analitycy nie posiadają dostępu do informacji o transakcjach zawieranych na rachunek własny NS oraz do zleceń Klientów. NS dba o to, by nie istniała możliwość wywierania przez osoby trzecie jakiegokolwiek niekorzystnego wpływu na sposób wykonywania pracy przez Analityków. NS dba o to, by nie istniały żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników jednej jednostki organizacyjnej oraz wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub wysokością przychodów osiąganych przez tę inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową, który ma na celu zabezpieczenie informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej oraz zapobieganie nieuzasadnionemu ich przepływowi bądź niewłaściwemu ich wykorzystaniu. NS ogranicza do niezbędnego minimum krąg osób mających dostęp do informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej. W celu kontrolowania dostępu do istotnych informacji o charakterze niepublicznym, w ramach NS funkcjonują wewnętrzne ograniczenia i bariery w przekazywaniu informacji, tzw. chińskie mury, tj. zasady, procedury i fizyczne rozwiązania mające na celu uniemożliwienie przepływu i wykorzystania informacji poufnej oraz stanowiących tajemnicę zawodową. NS stosuje ograniczenia w fizycznym dostępie (odrębne pokoje, szafy zamykane na klucz) oraz w zakresie dostępu do systemów informatycznych.

## REKOMENDACJA

NS posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres. NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie Raportów wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Raportów. Zakazane jest przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Raportu, proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Raportu, zawierającego treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący zasad zawierania transakcji osobistych przez osoby zaangażowane, który m.in. zabrania wykorzystywania do transakcji osobistych informacji uzyskanych w związku z wykonywanymi czynnościami służbowymi. Ponadto Analitycy nie mogą zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz w przypadku, gdy NS rozpoczyna lub prowadzi prace nad emisją instrumentów finansowych Emitenta od czasu powzięcia przez Analityka informacji w tym zakresie do czasu opublikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty.

### **POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA**

NS zapewnia, że Raport został przygotowany z należytą starannością i rzetelnością w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez Analityka za wiarygodne, rzetelne i obiektywne, jednak NS ani Analityk nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne. W przypadku gdy Raport wskazuje adresy stron internetowych, z których korzystano przy sporządzeniu Raportu ani Analityk ani NS nie biorą odpowiedzialności za zawartość tych stron.

Inwestowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Raport analityczny nie może być traktowany jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie, lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji. Ogólny opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na [www.noblesecurities.pl](http://www.noblesecurities.pl) w zakładce Dom maklerski/Rachunek maklerski/Dokumenty. NS zwraca uwagę, że choć powyższe informacje zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą NS, to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się inwestor, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, aniżeli te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez NS. Inwestor powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

**Inwestorzy korzystający z Raportu nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez NS.**

**Ostateczna decyzja w zakresie dokonania określonych transakcji w oparciu o Raport, w szczególności zbycia lub nabycia instrumentu finansowego lub powstrzymania się od dokonania takich transakcji, należy wyłącznie do inwestora.**

Raport nie został przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, tj. jego przygotowanie zlecił Emitent. Raport stanowi publikację handlową w rozumieniu art. 36 ust. 2 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

**Raport ani żaden z jego zapisów nie stanowi:**

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - kodeks cywilny,
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- 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,
- zaproszenia do subskrypcji lub zakupu papierów wartościowych Emitenta,
- usługi doradztwa inwestycyjnego, ani usługi zarządzania portfelami, o których mowa w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

**Raport**

- jest dystrybuowany wśród Klientów i pracowników NS. Raport jest upubliczniony na stronie internetowej NS [www.noblesecurities.pl](http://www.noblesecurities.pl),
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczony 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 Raportu zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Raportu.

### **UWAGI KOŃCOWE**

Rozpowszechnianie lub powielanie Raportu (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody NS jest zabronione.

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

**Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:**

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Izoblok	Kupuj	121,0	100,0	75,2	61%	08.01.2018	9M	Michał Sztabler
Bogdanka	Trzymaj	71,5	68,8	53,3	34%	08.01.2018	9M	Michał Sztabler
Budimex	Redukuj	182,1	206,4	197,8	-8%	20.12.2017	9M	Krzysztof Radojewski
PKP Cargo	Redukuj	45,2	55,8	59,8	-24%	12.12.2017	9M	Michał Sztabler
Eurocash	Kupuj	37,5	27,6	21,2	77%	04.12.2017	9M	Krzysztof Radojewski
Aparator	Kupuj	33,8	28,0	24,3	39%	04.12.2017	9M	Michał Sztabler
Elektrobudowa	Trzymaj	83,5	86,5	83,2	0%	27.11.2017	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Trzymaj	70,0	67,3	83,3	-16%	21.11.2017	9M	Krzysztof Radojewski
Trakcja PRKiL	Trzymaj	8,5	8,1	7,1	20%	21.11.2017	9M	Krzysztof Radojewski
Pfleiderer Group	Akumuluj	46,0	39,5	38,0	21%	31.10.2017	9M	Krzysztof Radojewski
Wielton	Akumuluj	17,1	14,8	12,8	34%	17.10.2017	9M	Michał Sztabler
Eurocash	Kupuj	48,1	37,8			10.10.2017	9M	Krzysztof Radojewski
Amrest Holdings	Trzymaj	348,1	359,1			27.06.2017	9M	Krzysztof Radojewski
ING Bank Śląski	Sprzedaj	141,0	182,0			21.06.2017	zawieszona	Marta Danczewicz
mBank	Redukuj	388,0	456,0			21.06.2017	zawieszona	Marta Danczewicz
Millennium	Akumuluj	8,1	7,2			21.06.2017	zawieszona	Marta Danczewicz
Pekao	Trzymaj	131,0	121,0			21.06.2017	zawieszona	Marta Danczewicz
PKO BP	Akumuluj	39,5	34,6			21.06.2017	zawieszona	Marta Danczewicz
Unibep	Trzymaj	14,8	13,9			20.06.2017	zawieszona	Krzysztof Radojewski
Budimex	Trzymaj	224,8	229,5			13.06.2017	9M	Krzysztof Radojewski
Pfleiderer Group	Akumuluj	53,0	45,2			10.05.2017	9M	Krzysztof Radojewski
Rawlplug	Kupuj	18,0	12,6			19.04.2017	9M	Krzysztof Radojewski
Izoblok	Akumuluj	210,0	185,0			12.04.2017	9M	Michał Sztabler
Trans Polonia	Kupuj	10,8	7,1			10.03.2017	9M	Michał Sztabler

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia, (2) rekomendacja obowiązuje przez 9 miesięcy lub do momentu aktualizacji

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Dyrektor Departamentu Analiz Rynkowych, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Marta Danczewicz zakończyła pracę w Noble Securities z dn. 30.09.2017

## REKOMENDACJA

---

### DEPARTAMENT ANALIZ RYNKOWYCH

Krzysztof Radojewski  
[krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl)  
mobile: +48 785 803 758  
spółki przemysłowe, handlowe, budowlane, deweloperzy

Michał Sztabler  
[michal.sztabler@noblesecurities.pl](mailto:michal.sztabler@noblesecurities.pl)  
tel: +48 22 213 22 36  
spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie, transport

Kamil Jędrej  
[kamil.jedrej@noblesecurities.pl](mailto:kamil.jedrej@noblesecurities.pl)  
IT, media

Dawid Radzyński  
[dawid.radzynski@noblesecurities.pl](mailto:dawid.radzynski@noblesecurities.pl)  
paliwa, chemia, metale

### BIURO OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

Jacek Paszkowski, CFA  
[jacek.paszowski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.paszowski@noblesecurities.pl)  
tel: +48 22 244 13 02  
mobile: +48 783 934 027

Piotr Dudziński  
[piotr.dudzinski@noblesecurities.pl](mailto:piotr.dudzinski@noblesecurities.pl)  
tel: +48 22 244 13 04

Dariusz Dadej  
[dariusz.dadej@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.dadej@noblesecurities.pl)  
tel: +48 22 213 22 19  
mobile: +48 781 910 497

Marek Przytuła  
[Marek.przytula@noblesecurities.pl](mailto:Marek.przytula@noblesecurities.pl)  
tel: +48 22 213 22 21  
mobile: +48 608 598 101

