

Aplisens SA

W 2019 r. oczekujemy kontynuacji trendu wzrostowego na wszystkich kluczowych rynkach Aplisensa, choć dynamiki będą niższe. Większych wzrostów spodziewamy się w eksporcie poza UE. Rosnące przychody pozwolą efektywniej wykorzystywać potencjał produkcyjny wpływając pozytywnie na rentowność. Zakładamy zmniejszenie wydatków inwestycyjnych, co przy wciąż wysokim poziomie generowanej gotówki da szansę na podniesienie wypłaty dywidendy. Spółka jest wyceniana z wysokim dyskontem do zarówno do krajowych jak i zagranicznych spółek z branży AKPiA. Bieżącą wartość akcji spółki wyznaczaliśmy na 16,0 zł.

Dobre perspektywy wzrostu

Na rynku krajowym oczekujemy dalszego zwiększania inwestycji w energetyce, finansowanego m.in. środkami pochodzącymi z rynku mocy. Z kolei w ochronie środowiska procesy inwestycyjne mają zawsze dużą bezwładność i przyspieszają pod koniec cyklu rozliczeniowego wieloletniego budżetu unijnego. Odbicia spodziewamy się na pozostałych rynkach eksportowych (efekt niskiej bazy roku 2018).

Rosnąca rentowność

Inwestując w nową fabrykę w Radomiu Aplisens zbudował zasoby produkcyjne pod przychody na poziomie ok. 85 mln zł (jednostkowe). Przy obecnym poziomie sprzedaży (ok. 75 mln zł) zasoby te są przewymiarowane i obniżają rentowność. Zwiększając sprzedaż do ok. 85 mln zł (prognoza jednostkowa na 2020 r.) możliwa będzie dalsza poprawa efektywności.

Zakończenie programu inwestycyjnego, ograniczenie CAPEX-u

W 2019 r. kończy się wieloletni program inwestycyjny nakierowany na rozbudowę potencjału produkcyjnego. W nowej strategii spodziewamy się zmiany priorytetów w kierunku rozwoju kanałów sprzedaży (możliwe dalsze niewielkie akwizycje) przy kontynuowaniu prac nad nowymi produktami. Nowa strategia będzie wymagała zaangażowania mniejszego kapitału.

Wyższa dywidenda

Prognozowane zmniejszenie wydatków inwestycyjnych ze średniego poziomu 11 mln zł rocznie w latach 2014-2019 do ok. 8 mln zł pozwoli utrzymać (o ile nie zwiększyć) transfer gotówki do akcjonariuszy. W obecnej sytuacji rynkowej (niska płynność akcji, zmiana preferencji inwestorów) spodziewamy się zwiększenia poziomu dywidendy kosztem buybacku (ograniczonego do skupu akcji wymaganego realizowanym programem motywacyjnym).

Ryzyka dla prognoz i wyceny

Wśród głównych ryzyk, jakie widzimy dla naszych prognoz jest zahamowanie trendu wzrostowego nakładów inwestycyjnych w branży energetycznej oraz schłodzenie koniunktury na rynkach UE.

Wartość akcji Aplisensa oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (15,4 zł) oraz porównawczą (15,1/22,9 zł), co po zważeniu powyższych wycen pozwoliło nam wyznaczyć wartość bieżącą na 16,0 zł.

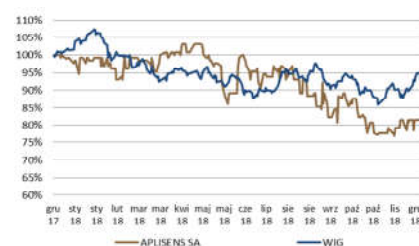
| mln zł | 2015 | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---------------------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Przychody ze sprzedaży | 88,4 | 96,7 | 99,8 | 105,9 | 115,9 | 120,7 |
| EBITDA | 22,6 | 22,2 | 23,9 | 26,3 | 27,8 | 29,0 |
| zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom. | 13,7 | 14,2 | 19,6 | 15,2 | 15,7 | 16,1 |
| EPS (zł) | 1,04 | 1,08 | 1,50 | 1,21 | 1,25 | 1,28 |
| DPS (zł) | 0,26 | 0,30 | 0,32 | 0,48 | 0,63 | 0,64 |
| P/E (x) | 10,1 | 9,7 | 7,0 | 8,7 | 8,4 | 8,2 |
| EV/EBITDA (x) | 5,5 | 5,3 | 5,2 | 4,7 | 4,2 | 3,8 |

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 18.12.2018 o godz. 9:15. Pierwsze rozpowszechnienie nastąpiło 18.12.2018 o godz. 9:30.

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLECKI

| | |
|-------------------|------------|
| Kurs akcji | 10,5 zł |
| Wycena | 16,0 zł |
| Potencjał wzrostu | 53% |
| Kapitalizacja | 132 mln zł |
| Free float | 28% |
| Śr. wolumen 6M | 372 |



PROFIL SPÓŁKI

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

STRUKTURA AKCJONARIATU

| | |
|------------------------|--------|
| Adam Żurawski | 20,98% |
| Janusz Szewczyk | 13,02% |
| Mirosław Dawidonis | 11,75% |
| Mirosław Karczmarczyk | 9,04% |
| Dorota Zubkow | 8,74% |
| Andrzej Kobiałka | 8,66% |
| OFE PZU "Złota Jesień" | 5,33% |
| Pozostali | 22,48% |

Michał Sztabler

Analitik akcji

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

RAPORT ANALITYCZNY

WYCENA

Wartość jednej akcji Aplisens SA wyliczyliśmy jako średnią z wyceny porównawczej (uwzględniliśmy wskaźniki dla okresu prognozy 2018-20) oraz DCF. **Na tej podstawie wyznaczyliśmy bieżącą wartość akcji na 16,0 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% | 15,4 |
| Wycena porównawcza - kraj | 40% | 15,1 |
| Wycena porównawcza - zagranica | 10% | 22,9 |
| Wycena bieżąca | | 16,0 |
| Kurs giełdowy aktualny | | 10,5 |
| Potencjał | | 53% |

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na koniec 2018 roku,
- Gotówka netto na dzień 31/12/2018 w wysokości 9 mln zł (prognoza Noble Sec.),
- Efektywna stopa podatkowa ok. 10% w latach 2019-2023 (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 | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody ze sprzedaży | 116 | 121 | 124 | 127 | 130 | 133 | 137 | 140 | 144 | 147 |
| NOPAT | 17 | 17 | 18 | 18 | 19 | 18 | 19 | 19 | 20 | 20 |
| Amortyzacja | 8 | 9 | 9 | 9 | 7 | 6 | 6 | 7 | 8 | 8 |
| Zmiany KON | -4 | -3 | -1 | -1 | -2 | -1 | -1 | -2 | -2 | -2 |
| CAPEX | -10 | -8 | -8 | -8 | -8 | -8 | -8 | -6 | -7 | -8 |
| FCFF | 11 | 15 | 18 | 18 | 16 | 15 | 15 | 18 | 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 | 0,91 | 0,83 | 0,76 | 0,69 | 0,63 | 0,58 | 0,53 | 0,48 | 0,44 | 0,40 |
| DFCF | 10 | 13 | 14 | 13 | 10 | 8 | 8 | 9 | 8 | 8 |
| SUMA DFCFF do 2028 | 100 | | | | | | | | | |
| Wzrost FCFF po okresie prognozy | 1% | | | | | | | | | |
| Wartość rezydualna na 2027 | 215 | | | | | | | | | |
| Zdyskontowana wartość rezydualna | 86 | | | | | | | | | |
| Wartość Firmy (EV) | 187 | | | | | | | | | |
| Dług netto 31.12.2018 | -9 | | | | | | | | | |
| Udziałowcy mniejszościowi | 2 | | | | | | | | | |
| Wartość kapitałów własnych | 194 | | | | | | | | | |
| Liczba akcji (w tys.) | 12,6 | | | | | | | | | |
| Wartość na 1 akcję | 15,4 | | | | | | | | | |

| Analiza wrażliwości | | | | | |
|---------------------|--------------------------|------|------|------|------|
| | Stopa wzrostu rezydualna | | | | |
| | -1% | 0% | 1% | 2% | 3% |
| WACC - 1,0% | 15,5 | 16,4 | 17,5 | 18,9 | 20,8 |
| WACC - 0,5% | 14,7 | 15,5 | 16,4 | 17,6 | 19,1 |
| WACC | 14,0 | 14,6 | 15,4 | 16,4 | 17,7 |
| WACC + 0,5% | 13,3 | 13,9 | 14,6 | 15,4 | 16,5 |
| WACC + 1,0% | 12,7 | 13,2 | 13,8 | 14,5 | 15,4 |

Źródło: Noble Securities

RAPORT ANALITYCZNY

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

| WACC | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 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% |
| Efektowna stopa podatkowa | 16,7% | 13,9% | -19,3% | 13,9% | 13,6% | 13,5% | 13,5% | 13,6% | 12,6% | 19,0% |
| 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% | 5,23% | 3,77% | 3,79% | 3,79% | 3,79% | 3,79% | 3,83% | 3,55% |
| 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

| Spółki krajowe | Kapitalizacja (mln PLN) | P/E (x) | | | EV/EBITDA (x) | | |
|--------------------------------------|----------------------------|-------------|-------------|-------------|---------------|------------|------------|
| | | 2018P | 2019P | 2020P | 2018P | 2019P | 2020P |
| Aparator | 983 | 13,2 | 14,5 | 14,2 | 7,8 | 7,7 | 7,5 |
| Sonel | 153 | 9,5 | 10,9 | 10,3 | 6,6 | 5,7 | 5,0 |
| Mediana | | 11,3 | 12,7 | 12,3 | 7,2 | 6,7 | 6,2 |
| Aplisens | 132 | 8,7 | 8,4 | 8,2 | 4,7 | 4,2 | 3,8 |
| Premia/dyskonto do średniej (%) | | -23% | -34% | -33% | -35% | -37% | -39% |
| Implikowana wartość godziwa Aplisens | | 13,1 | 15,2 | 15,7 | 15,1 | 15,4 | 16,1 |
| Implikowana wartość godziwa Aplisens | | | | 15,1 | | | |

Bloomberg, Noble Securities, dane na 18.12.2018 r. godz 07:30

| Spółki zagraniczne | Kapitalizacja (mln PLN) | P/E (x) | | | EV/EBITDA (x) | | |
|--------------------------------------|----------------------------|-------------|-------------|-------------|---------------|------------|------------|
| | | 2018P | 2019P | 2020P | 2018P | 2019P | 2020P |
| Honeywell | 367 199 | 16,8 | 16,9 | 15,4 | 11,8 | 12,0 | 11,2 |
| Emerson | 150 880 | 17,6 | 16,0 | 14,2 | 11,0 | 9,9 | 9,3 |
| Yokogawa | 16 797 | 25,0 | 19,8 | 16,9 | 9,7 | 8,8 | 7,9 |
| Itron | 10 229 | 19,4 | 13,2 | 10,3 | 11,9 | 9,1 | 7,7 |
| ESCO | 6 143 | 24,3 | 21,8 | 19,9 | 13,5 | 12,3 | 11,4 |
| Badger Meter | 4 509 | 38,7 | 30,6 | 28,6 | 18,5 | 16,8 | 15,8 |
| Vaisala Oyj | 2 753 | 22,8 | 16,9 | 16,6 | 12,5 | 9,3 | 8,7 |
| Phoenix Mecano | 1 859 | 12,9 | 11,4 | 11,3 | 6,1 | 5,8 | 5,6 |
| Mediana | | 21,1 | 16,9 | 16,0 | 11,9 | 9,6 | 9,0 |
| Aplisens | 132 | 8,7 | 8,4 | 8,2 | 4,7 | 4,2 | 3,8 |
| Premia/dyskonto do średniej (%) | | -59% | -50% | -49% | -61% | -56% | -58% |
| Implikowana wartość godziwa Aplisens | | 25,5 | 21,2 | 20,5 | 25,5 | 22,3 | 22,4 |
| Implikowana wartość godziwa Aplisens | | | | 22,9 | | | |

Bloomberg, Noble Securities, dane na 18.12.2018 r. godz 07:30

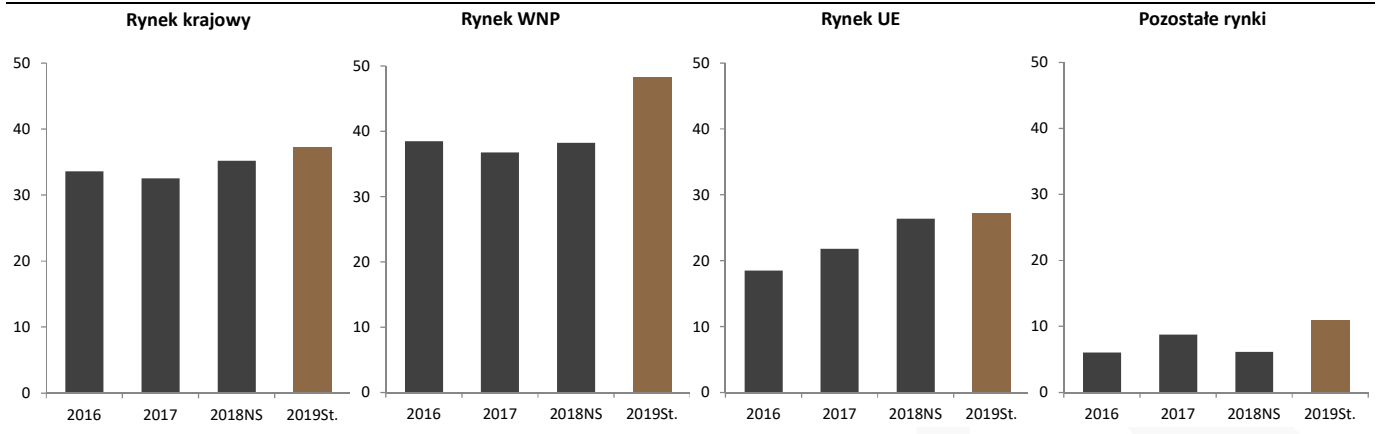
STABILNY WZROST I BEZPIECZEŃSTWO FINANSOWE

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.

Biorąc pod uwagę nasze prognozy na rok 2018 wykonanie celów zapisanych w Strategii'2019 możliwe jest na rynku krajowym oraz UE. Zbyt ambitne okazały się plany dla rynku WNP (tam wciąż nie widać przełomu) oraz pozostałych rynków eksportowych.

Realizacja strategii rozwoju: plany i wykonanie



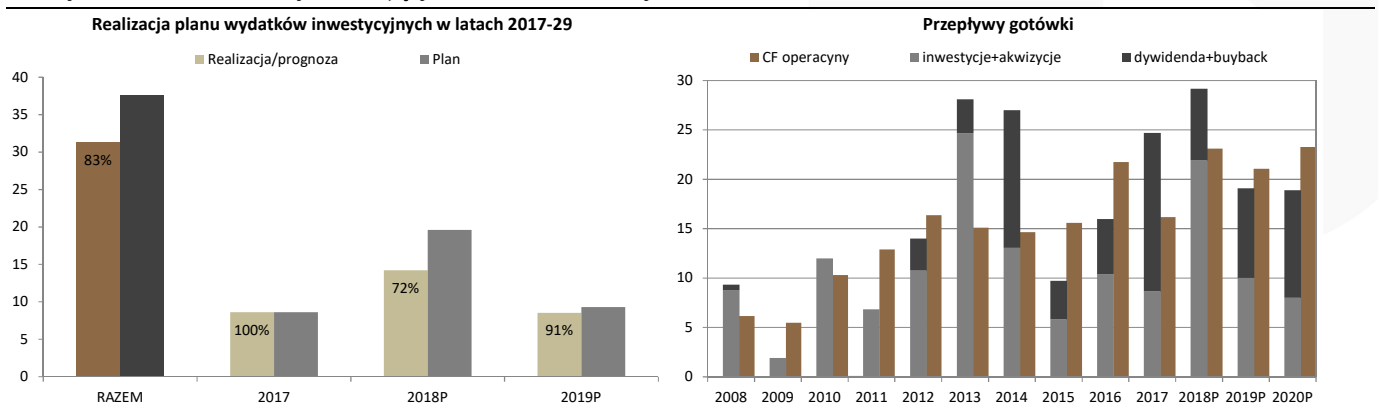
Źródło: Aplisens, Noble Securities

Bezpieczny bilans, program inwestycyjny na ukończeniu

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 zakładała zainwestowanie w tym okresie 43,5 mln zł (bez wydatków akwizycyjnych), z czego na środki trwałe ok. 37,5 mln zł. Tymczasem na koniec roku 2018 spodziewamy się wykonania na poziomie ok. 23 mln zł. Uważamy, że Aplisens nie wyda wszystkich zaplanowanych w strategii środków.

Na początku 2020 r. oczekujemy publikacji kolejnej strategii średnioterminowej. Naszym zdaniem nacisk będzie w niej położony w większym stopniu na rozwój kanałów sprzedaży i nowych produktów, gdyż spółka wciąż posiada niewykorzystane moce produkcyjne. A to nie są kapitałochłonne projekty, więc CAPEX nieuchronnie będzie spadał. Liczymy też na większą aktywność na rynku M&A, co może być alternatywą dla zbyt wolnego wzrostu organicznego (akwizycji nie mamy ujętych w prognozach).

Niższy CAPEX, cash flow wystarczający na finansowanie wydatków



Źródło: Aplisens, Noble Securities

Stabilny transfer gotówki do akcjonariuszy: dywidenda i buyback

Zakończenie programu rozbudowy mocy produkcyjnych związanego z uruchomieniem nowej fabryki w Radomiu i prognozowane zmniejszenie wydatków inwestycyjnych ze średniego poziomu 11 mln zł rocznie w latach 2014-2019 do ok. 8 mln zł pozwoli utrzymać (o ile nie zwiększyć) transfer gotówki do akcjonariuszy. Przypominamy, że Aplisens prowadzi stabilną politykę dywidendową (od 2011 r. część zysku trafia do akcjonariuszy) wspartą dodatkowo programami skupu akcji własnych. W swojej niemal 10-letniej historii giełdowej spółka przekazała akcjonariuszom (w formie dywidendy lub poprzez buyback) łącznie 53,5 mln zł (40% jej bieżącej kapitalizacji). Średniorocznie dawało to ponad 5 mln zł (DY=4%).

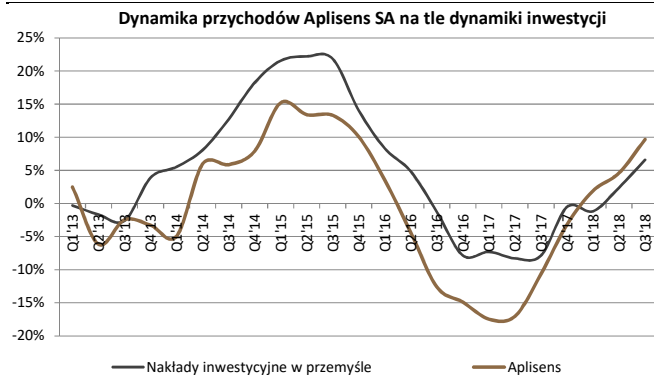
RAPORT ANALITYCZNY

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. Widoczny od końca 2017 r. wzrost wydatków rozwojowych w przemyśle miał też pozytywne konsekwencje dla sprzedaży Aplisensa.

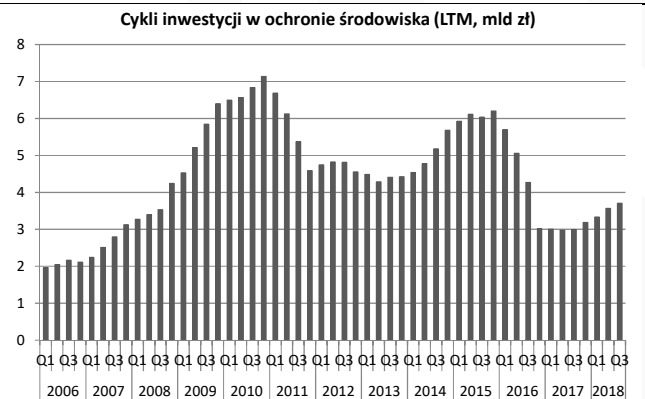
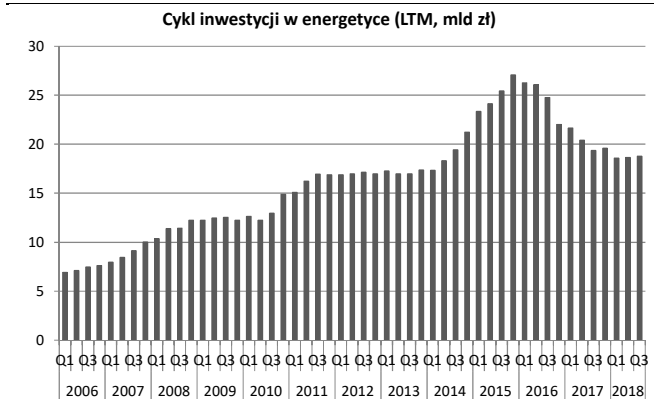
Powiązanie sprzedaży Aplisensa na rynku polskim z sytuacją w inwestycjach krajowych



Źródło: Aplisens, GUS, Noble Securities

Szczególnie widoczne były ograniczenia inwestycji w branżach, do których Aplisens kieruje znaczną część swojej oferty: energetyki i ochrony środowiska. W obu branżach poziom nakładów inwestycyjnych wciąż jest daleki od wartości maksymalnych. W energetyce oczekujemy przyspieszenia, gdyż od 2020 r. branża będzie zasilana kwotą ok. 5 mld zł rocznie pochodzącą z rynku mocy. Z kolei w ochronie środowiska procesy inwestycyjne (w dużej mierze współfinansowane ze środków UE) mają zawsze dużą bezwładność i przyspieszają pod koniec cyklu rozliczeniowego wieloletniego budżetu unijnego. Po kilku latach niskich nakładów niezbędne są też remonty i modernizacje.

Wydatki inwestycyjne w kluczowych dla Aplisensa branżach



Źródło: GUS, Noble Securities

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.

Pozostałe kierunki eksportowe (ok. 35% przychodów)

Bardzo dobrze w 2018 r. rozwijał się eksport do krajów UE (+18% r/r w 9MQ2018), powyżej planu zapisanego w strategii (+14%). Schłodzenie koniunktury w Europie może spowodować wyhamowanie wzrostów sprzedaży Aplisensa, tym bardziej że trudno jest utrzymywać wysokie tempo wzrostu 3 lata z rzędu. Na pozostałych rynkach rok 2018 być słabszy niż poprzedni, co częściowo wynikało z efektu wysokiej bazy (realizacja kilku dużych kontraktów w 2017 r.). W 2019 r. oczekujemy powrotu trendu wzrostowego.

RAPORT ANALITYCZNY
KOREKTA PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH

Korekta prognoz finansowych nie jest znacząca i dotyczy przede wszystkim:

- Wzrostu przychodów po uwzględnieniu przejętego w IX/2018 podmiotu CZACH-Pomiar (ok. 2,7 mln zł ujęte w 2018 i pełne 8 mln zł w latach kolejnych).
- Wyższej sprzedaży do krajów UE (efekt wyższej bazy – wysokie tempo wzrostu w latach 2017-18).
- Niższej sprzedaży na rynkach WNP oraz pozostałych rynkach eksportowych (niższa baza po słabszym 2018 r.).
- Wyższej rentowności w roku 2018 r. (efekt poprawy efektywności – dźwignia operacyjna), później lekkiego obniżenia z uwagi na przejęcie mniej rentownej spółki CZACH-Pomiar.
- Niższego CAPEX-u, zastąpionego wydatkami akwizycyjnymi (per saldo więcej o 2,2 mln zł w latach 2018-19).
- Niższego poziomu gotówki netto wynikającego z: a) niższego salda na koniec 2017 r. (-4 mln zł vs poprzednia prognoza), b) wyższych wydatków w 2018 r. (CAPEX+akwizycje, -4,7 mln zł vs poprzednia prognoza); różnice te powinny się zmniejszać w kolejnych latach z uwagi na niższe wydatki inwestycyjne.

| | 2016 | 2017 | 2018P Stara | 2018P Nowa | zmiana | 2019P Stara | 2019P Nowa | zmiana | 2020P Stara | 2020P Nowa | zmiana |
|-------------------------|-------------|-------------|----------------|---------------|-----------|----------------|---------------|-----------|----------------|---------------|------------|
| Przychody, w tym | 96,7 | 99,8 | 103,0 | 105,9 | 3% | 109,6 | 115,9 | 6% | 114,7 | 120,7 | 5% |
| - rynek krajowy | 33,6 | 32,5 | 33,5 | 33,8 | 1% | 35,2 | 34,7 | -1% | 36,1 | 35,6 | -1% |
| - rynek WNP | 38,5 | 36,7 | 40,4 | 38,2 | -5% | 42,4 | 40,1 | -5% | 44,6 | 42,1 | -5% |
| - rynek UE | 18,5 | 21,8 | 19,9 | 25,1 | 26% | 21,9 | 26,3 | 20% | 23,0 | 27,6 | 20% |
| - pozostały eksport | 6,1 | 8,8 | 9,2 | 6,1 | -33% | 10,1 | 6,7 | -33% | 11,1 | 7,4 | -33% |
| - CZAH-Pomiar | | | | 2,7 | | | 8,0 | | | 8,0 | |
| EBITDA | 22,2 | 23,9 | 24,7 | 26,3 | 6% | 26,7 | 27,8 | 4% | 28,1 | 29,0 | 3% |
| EBIT | 15,9 | 17,1 | 16,7 | 19,1 | 14% | 17,3 | 19,7 | 14% | 17,8 | 20,2 | 14% |
| zysk netto | 14,2 | 19,6 | 14,6 | 15,2 | 4% | 15,5 | 15,7 | 1% | 16,2 | 16,1 | -1% |
| zysk netto powt. | 14,2 | 14,5 | 14,6 | 15,2 | 4% | 15,5 | 15,7 | 1% | 16,2 | 16,1 | -1% |
| Cash netto | 20,4 | 13,2 | 17,1 | 9,9 | | 22,9 | 14,9 | | 34,2 | 21,9 | |
| P/E | 9,3 | 9,1 | 9,0 | 8,7 | | 8,5 | 8,4 | | 8,1 | 8,2 | |
| EV/EBITDA | 5,0 | 5,0 | 4,7 | 4,7 | | 4,1 | 4,2 | | 3,5 | 3,8 | |

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

| Rachunek zysków i strat | 2015 | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|-------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody ze sprzedaży | 88,4 | 96,7 | 99,8 | 105,9 | 115,9 | 120,7 |
| Zysk brutto na sprzedaży | 32,6 | 32,7 | 34,9 | 38,4 | 40,6 | 41,9 |
| Koszty sprzedaży | 2,1 | 2,1 | 2,3 | 2,6 | 2,9 | 3,0 |
| Koszty ogólnego zarządu | 13,2 | 13,9 | 15,3 | 16,6 | 18,0 | 18,7 |
| Pozostałe przychody i koszty operacyjne | -0,3 | -0,7 | -0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBIT | 17,0 | 15,9 | 17,1 | 19,1 | 19,7 | 20,2 |
| Koszty i przychody finansowe netto | -0,4 | 1,1 | -0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Zysk przed opodatkowaniem | 16,6 | 17,1 | 16,8 | 19,2 | 19,8 | 20,3 |
| Podatek dochodowy | 2,8 | 2,4 | -3,2 | 3,7 | 3,8 | 3,9 |
| Zysk netto | 13,9 | 14,7 | 20,0 | 15,6 | 16,0 | 16,5 |
| Zysk netto przyp. akc. jedn. dominującej | 13,7 | 14,2 | 19,6 | 15,2 | 15,7 | 16,1 |

| | | | | | | |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Amortyzacja | 5,6 | 6,2 | 6,8 | 7,2 | 8,1 | 8,8 |
| EBITDA | 22,6 | 22,2 | 23,9 | 26,3 | 27,8 | 29,0 |

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

| Bilans | 2015 | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|-------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Aktywa | 139,2 | 156,4 | 160,7 | 172,4 | 183,8 | 192,1 |
| Aktywa trwałe | 78,7 | 86,1 | 92,6 | 106,4 | 107,2 | 105,3 |
| Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP | 76,8 | 83,4 | 84,1 | 91,1 | 91,6 | 90,7 |
| Wartość firmy jednostek podporządkowanych | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Inne aktywa trwałe | 1,9 | 2,7 | 8,5 | 15,2 | 15,7 | 14,5 |
| Aktywa obrotowe | 60,5 | 70,3 | 68,1 | 66,1 | 76,5 | 86,8 |
| Zapasy | 30,7 | 33,1 | 33,5 | 36,2 | 39,4 | 40,9 |
| Należności handlowe | 15,3 | 16,6 | 21,1 | 19,7 | 22,0 | 23,6 |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty | 14,3 | 20,4 | 13,2 | 9,9 | 14,9 | 21,9 |
| Inne aktywa obrotowe | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Pasywa | 139,2 | 156,4 | 160,7 | 172,4 | 183,8 | 192,1 |
| Kapitał własny razem | 130,4 | 143,5 | 148,9 | 160,0 | 169,9 | 178,1 |
| Zobowiązania długookresowe | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Inne | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Zobowiązania krótkookresowe | 6,7 | 9,9 | 8,8 | 9,4 | 10,8 | 10,9 |
| Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zobowiązania z tytułu dostaw i usług | 5,0 | 8,3 | 7,2 | 7,6 | 8,9 | 8,9 |
| Inne | 1,8 | 1,6 | 1,6 | 1,8 | 1,9 | 2,0 |

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

RAPORT ANALITYCZNY

| Rachunek przepływów pieniężnych | 2015 | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|---------------------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Zysk netto przed opodatkowaniem | 16,6 | 17,1 | 16,8 | 19,2 | 19,8 | 20,3 |
| Amortyzacja | 5,6 | 6,2 | 6,8 | 7,2 | 8,1 | 8,8 |
| Zmiana kapitału obrotowego | -4,8 | -0,4 | -6,1 | -0,6 | -4,1 | -3,1 |
| Zapłacony podatek dochodowy | -3,8 | -2,5 | -1,8 | -2,7 | -2,7 | -2,7 |
| CF operacyjny | 15,6 | 21,7 | 16,2 | 23,1 | 21,1 | 23,3 |
| CAPEX | -5,8 | -10,4 | -8,6 | -14,2 | -8,5 | -8,0 |
| Inwestycje kapitałowe | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -7,7 | -1,5 | 0,0 |
| Dezinwestycje i inne | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 4,2 | -4,4 | -6,8 |
| CF inwestycyjny | -5,6 | -12,6 | -12,5 | -17,7 | -14,4 | -14,8 |
| Zmiana kapitału | 0,9 | 3,4 | -11,1 | -0,2 | 0,3 | 0,0 |
| Zmiana zadłużenia odsetkowego | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli | -3,9 | -5,6 | -16,1 | -7,3 | -9,1 | -10,9 |
| CF finansowy | -3,0 | -4,4 | -15,0 | -4,2 | -5,8 | -7,9 |
| CF | 7,0 | 4,8 | -11,2 | 1,2 | 0,8 | 0,6 |
| Stan środków pieniężnych na początek okresu | 4,2 | 11,2 | 16,0 | 4,8 | 6,0 | 6,8 |
| Stan środków pieniężnych na koniec okresu | 11,2 | 16,0 | 4,8 | 6,0 | 6,8 | 7,4 |

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

| Wybrane wskaźniki | 2015 | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| marża EBITDA | 25,6% | 22,9% | 23,9% | 24,8% | 24,0% | 24,0% |
| marża EBIT | 19,2% | 16,5% | 17,1% | 18,0% | 17,0% | 16,7% |
| marża netto | 15,7% | 15,2% | 20,0% | 14,7% | 13,8% | 13,6% |
| Dług netto | -14 | -20 | -13 | -10 | -15 | -22 |
| Dług netto/EBITDA | -0,6 | -0,9 | -0,6 | -0,4 | -0,5 | -0,8 |
| Liczba akcji | 13,2 | 13,2 | 13,1 | 12,6 | 12,6 | 12,6 |
| Dywidenda na akcję | 0,26 | 0,30 | 0,32 | 0,48 | 0,63 | 0,64 |
| P/BV | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 0,8 | 0,7 | 0,7 |

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

| Roczne stopy wzrostu | 2015 | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|----------------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Przychody | -1% | 9% | 3% | 6% | 9% | 4% |
| EBITDA | 2% | -2% | 8% | 10% | 6% | 4% |
| EBIT | 0% | -6% | 7% | 12% | 3% | 2% |
| Zysk netto | 9% | 4% | 38% | -23% | 4% | 2% |

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

RAPORT ANALITYCZNY

OBJAŚNIENIE 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 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.

RAPORT ANALITYCZNY

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 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,
- 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

Analityk sporządzający Raport: Michał Sztabler

Zakończenie sporządzania Raportu nastąpiło 18.12.2018 o godz. 9:15. Pierwsze rozpowszechnienie Raportu nastąpiło 18.12.2018 o godz. 9:30.

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) |
|------------------|-----------|---------------|-------------------|--------------|---------------------------|------------------|-------------------|----------------------|
| 11 bit studios | Kupuj | 321,8 | 264,0 | 250,0 | 29% | 30.11.2018 | 9M | Kamil Jędrej |
| Dino Polska | Trzymaj | 83,9 | 83,5 | 100,0 | -16% | 27.11.2018 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| Amrest Holdings | Akumuluj | 52,5 | 47,5 | 40,7 | 29% | 09.10.2018 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| Ciech | Kupuj | 72,2 | 47,7 | 45,8 | 58% | 26.09.2018 | 9M | Dawid Radzyński |
| Bogdanka | Akumuluj | 67,6 | 61,4 | 56,0 | 21% | 24.09.2018 | 9M | Michał Sztabler |
| Eurocash | Kupuj | 24,8 | 20,6 | 17,6 | 41% | 31.08.2018 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| PKP Cargo | Kupuj | 62,7 | 49,8 | 44,1 | 42% | 23.08.2018 | 9M | Michał Sztabler |
| CD Projekt | Trzymaj | 213,2 | 197,4 | 139,0 | 53% | 06.08.2018 | 9M | Kamil Jędrej |
| Alumetal | Trzymaj | 53,8 | 48,5 | 43,8 | 23% | 01.08.2018 | 9M | Dawid Radzyński |
| Budimex | Redukuj | 106,4 | 126,6 | 119,0 | -11% | 30.07.2018 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| PKP Cargo | Akumuluj | 53,1 | 45,1 | | | 19.06.2018 | 9M | Michał Sztabler |
| Elektrobudowa | Trzymaj | 74,6 | 70,8 | 27,5 | 171% | 19.06.2018 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| Aparator | Akumuluj | 29,0 | 26,0 | 24,2 | 20% | 12.06.2018 | 9M | Michał Sztabler |
| Trakcja PRkil | Kupuj | 4,7 | 3,4 | 4,0 | 16% | 12.06.2018 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| Wielton | Akumuluj | 16,2 | 13,8 | 9,8 | 65% | 30.05.2018 | 9M | Michał Sztabler |
| Stalprodukt | Kupuj | 599,0 | 477,5 | 325,0 | 84% | 22.05.2018 | 9M | Dawid Radzyński |
| Pfleiderer Group | Kupuj | 47,7 | 36,5 | 32,5 | 47% | 19.04.2018 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| Dino Polska | Trzymaj | 90,3 | 91,9 | | | 16.04.2018 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| Amica | w aktual. | 177,0 | 128,0 | | | 12.04.2018 | 9M | Michał Sztabler |
| Amrest Holdings* | Trzymaj | 43,0 | 45,6 | | | 22.03.2018 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| Eurocash | Trzymaj | 23,2 | 22,0 | | | 05.03.2018 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| Aplisens | w aktual. | 14,6 | 12,8 | | | 02.03.2018 | nd | Michał Sztabler |
| Izoblok | w aktual. | 121,0 | 100,0 | | | 08.01.2018 | 9M | Michał Sztabler |
| Bogdanka | Trzymaj | 71,5 | 68,8 | | | 08.01.2018 | 9M | Michał Sztabler |
| Budimex | Redukuj | 182,1 | 206,4 | | | 20.12.2017 | 9M | Krzysztof Radojewski |

(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, Dawid Radzyński - Młodszy Analityk Akcji, Kamil Jędrej - Młodszy Analityk Akcji, *korekta ceny o split akcji