

Aplisens SA – CAPEX↘ i FCFF↗ = DPS↗

Rok 2020 r. będzie trudniejszy na rynku krajowym oraz w UE, wzrostów oczekuję w krajach WNP (kontynuacja pozytywnych tendencji z 2019 r. w Rosji) oraz eksporcie na pozostałe rynki. Rosnące przychody pozwolą efektywniej wykorzystywać potencjał produkcyjny wpływając pozytywnie na rentowność. Zakładam zmniejszenie wydatków inwestycyjnych, co przy wciąż wysokim poziomie generowanej gotówki pozwoli zwiększyć wartość dywidendy. Spółka jest wyceniana z wysokim dyskontem zarówno do krajowych jak i zagranicznych spółek z branży aparatury kontrolno-pomiarowej (AKPiA). Bieżącą wartość akcji spółki wyznaczyłem na 17,3 zł.

Eksport motorem wzrostu

Zarząd Aplisens jest obecnie w trakcie przygotowywania kolejnej 3-letniej strategii. Sądzę, że oczekiwania wzrostu sprzedaży będą bardziej ostrożne, szczególnie w odniesieniu do rynku krajowego oraz WNP. Wciąż duży potencjał dostrzegam w rynkach UE oraz pozostałych rynkach eksportowych.

Praca nad rentownością

Inwestując w nową fabrykę w Radomiu Aplisens zbudował zasoby produkcyjne pod przychody na poziomie ok. 85 mln zł rocznie (jednostkowe). Przy obecnym poziomie sprzedaży (ok. 78 mln zł) zasoby te są przewymiarowane i obniżają rentowność. Zwiększając sprzedaż do ok. 85 mln zł (szacunki NS dot. wyników jednostkowych na 2021/22 r.) możliwa będzie dalsza poprawa efektywności.

Zakończenie programu inwestycyjnego, ograniczenie CAPEX-u

W 2019 r. zakończył się wieloletni program inwestycyjny nakierowany na rozbudowę potencjału produkcyjnego. W nowej strategii spodziewam 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) spodziewam się zwiększenia poziomu dywidendy kosztem buybacku (ograniczonego do skupu akcji wymaganego realizowanym programem motywacyjnym).

Ryzyko dla prognoz i wyceny

Jako ryzyko dla moich prognoz wskazuję na zahamowanie trendu wzrostowego nakładów inwestycyjnych w branży energetycznej oraz schłodzenie koniunktury na rynkach UE.

Wartość akcji Aplisensa oszacowałem na podstawie wyceny metodami: DCF (17,5 zł) oraz porównawczą (14/30 zł), co po zważeniu powyższych wycen pozwoliło mi wyznaczyć wartość bieżącą na 17,3 zł.

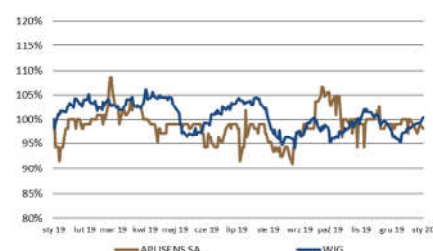
mln zł	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży	96,7	99,8	105,7	117,0	123,4	126,5
EBITDA	22,2	23,9	24,5	26,2	27,8	28,9
zysk netto powtarzalny	14,2	14,5	14,3	14,4	15,3	15,7
EPS (zł)	1,08	1,11	1,14	1,15	1,28	1,32
DPS (zł)	0,30	0,32	0,35	0,57	0,64	0,66
P/E (x)	9,6	9,4	9,1	9,1	8,1	7,9
EV/EBITDA (x)	5,3	5,2	5,0	4,7	3,9	3,4

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 3.01.2020 o godz. 11:00. Pierwsze rozpowszechnienie nastąpiło 3.01.2020 o godz. 11:15.

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLESKI

Kurs akcji	10,4 zł
Wycena	17,3 zł
Potencjał wzrostu	67%
Kapitalizacja	131 mln zł
Free float	21%
Śr. wolumen 6M	602



PROFIL SPÓŁKI

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

STRUKTURA AKCJONARIATU

Adam Żurawski	20,31%
Janusz Szewczyk	13,02%
Mirosław Dawidonis	11,75%
Mirosław Karczmarczyk	9,04%
Dorota Zubkow	8,74%
Andrzej Kobiałka	8,66%
Akcje własne	7,25%
Pozostali	21,23%

Michał Sztabler

Analitik akcji

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

RAPORT ANALITYCZNY

WYCENA

Wartość jednej akcji Aplisens SA wyliczyłem jako średnią z wyceny porównawczej (uwzględniłem wskaźniki dla okresu prognozy 2019-21) oraz DCF. **Na tej podstawie wyznaczyłem bieżącą wartość akcji na 17,3 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 nadałem tej wycenie niższą wagę.

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)
Wycena DCF	50%	17,5
Wycena porównawcza - kraj	40%	13,9
Wycena porównawcza - zagranica	10%	30,4
Wycena bieżąca		17,3
Kurs giełdowy aktualny		10,4
Potencjał		66%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na koniec 2019 roku,
- Gotówka netto na dzień 31/12/2019 w wysokości 9 mln zł (prognoza Noble Sec.),
- Efektywna stopa podatkowa ok. 13% w latach 2020-2023 (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 2%, premia za ryzyko w wysokości 7,14%, beta na poziomie 1,0.

WYCENA DCF

DCF	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży	123	126	130	133	136	140	143	147	150	154
NOPAT	17	17	18	19	18	18	19	19	20	20
Amortyzacja	8	9	9	9	10	11	11	11	11	11
Zmiany KON	-4	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
CAPEX	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-11	-11	-11	-11
FCFF	13	17	17	18	18	19	18	17	18	19
WACC	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%
Współczynnik dyskonta	0,92	0,84	0,77	0,70	0,65	0,59	0,54	0,50	0,46	0,42
DFCF	12	14	13	13	11	11	10	9	8	8
SUMA DFCFF do 2029	108									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	1%									
Wartość rezydualna na 2029	222									
Zdyskontowana wartość rezydualna	92									
Wartość Firmy (EV)	201									
Dług netto 31.12.2019P	-9									
Udziałowcy mniejszościowi	2									
Wartość kapitałów własnych	208									
Liczba akcji (w tys.)	11,9									
Wartość na 1 akcję	17,5									

Źródło: Noble Securities

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-1%	0%	1%	2%	3%
WACC - 1,0%	17,6	18,6	19,8	21,5	23,9
WACC - 0,5%	16,7	17,5	18,6	20,0	21,9
WACC	15,8	16,6	17,5	18,6	20,2
WACC + 0,5%	15,1	15,7	16,5	17,5	18,8
WACC + 1,0%	14,4	14,9	15,6	16,5	17,5

Poniżej prezentuję kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Stopa wolna od ryzyka	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Premia za ryzyko	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%
Efektywna stopa podatkowa	13,4%	13,4%	13,5%	11,8%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Koszt długu po tarczy	2,5%	2,49%	2,49%	2,54%	2,33%	2,33%	2,33%	2,33%	2,33%	2,33%
Dług netto/EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Spółki krajowe	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
Aparator	690	9,9	10,1	10,1	6,2	6,2	6,1
Sonel	137	9,5	10,9	10,3	6,6	5,7	5,0
Mediana		9,7	10,5	10,2	6,4	6,0	5,5
Aplisens	131	9,1	9,1	8,1	5,0	4,7	3,9
Premia/dyskonto do średniej (%)		-6%	-13%	-21%	-22%	-22%	-29%
Implikowana wartość godziwa Aplisens		11,1	13,4	13,5	14,1	15,2	15,6
Implikowana wartość godziwa Aplisens				13,9			

Bloomberg, Noble Securities, dane na 3.01.2020 r. godz 08:00

Spółki zagraniczne	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
Honeywell	480 886	21,8	20,1	18,5	15,2	14,3	13,5
Emerson	176 632	21,0	20,8	19,0	13,0	13,1	12,4
Yokogawa	18 104	18,9	17,7	15,9	8,6	8,1	7,6
Itron	12 630	26,7	23,4	18,0	15,6	13,0	11,5
ESCO	9 138	29,4	28,7	25,9	17,0	17,6	16,2
Badger Meter	7 187	39,9	37,3	34,0	21,6	20,3	18,8
Vaisala Oyj	5 033	34,9	31,4	28,5	19,1	17,5	16,4
Phoenix Mecano	1 802	24,2	15,2	12,8	9,0	7,8	7,3
Mediana		25,4	22,1	18,7	15,4	13,7	13,0
Aplisens	131	9,1	9,1	8,1	5,0	4,7	3,9
Premia/dyskonto do średniej (%)		-64%	-59%	-57%	-68%	-66%	-70%
Implikowana wartość godziwa Aplisens		29,2	28,4	24,8	32,8	33,2	33,6
Implikowana wartość godziwa Aplisens				30,4			

Bloomberg, Noble Securities, dane na 3.01.2020 r. godz 08:00

RAPORT ANALITYCZNY

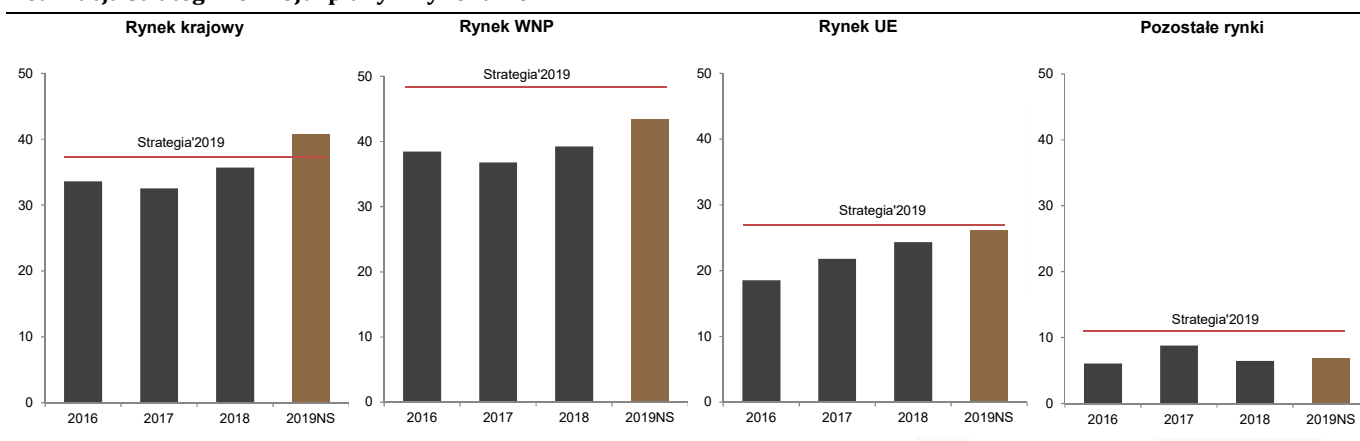
STABILNY WZROST I BEZPIECZEŃSTWO FINANSOWE

Strategia i jej realizacja

Zarząd Aplisensa tworzy 3-letnie plany strategiczne, które stanowią punkt wyjścia do budowy wewnętrznych planów sprzedażowych oraz inwestycyjnych. W 2019 r. zakończony został kolejny okres objęty strategią.

Biorąc pod uwagę moje prognozy na rok 2019 wykonanie celów zapisanych w Strategii'2019 pewne jest tylko na rynku krajowym. Zbyt ambitne okazały się plany dla rynku WNP (tam przełom nastąpił zbyt późno, bo dopiero od Q2/2019), podobnie dla rynków UE (cele wydawały się realne jeszcze przed rokiem, ale kryzys, szczególnie odczuwalny na rynku niemieckim, utrudnił ich realizację) oraz pozostałych rynków eksportowych.

Realizacja strategii rozwoju: plany i wykonanie



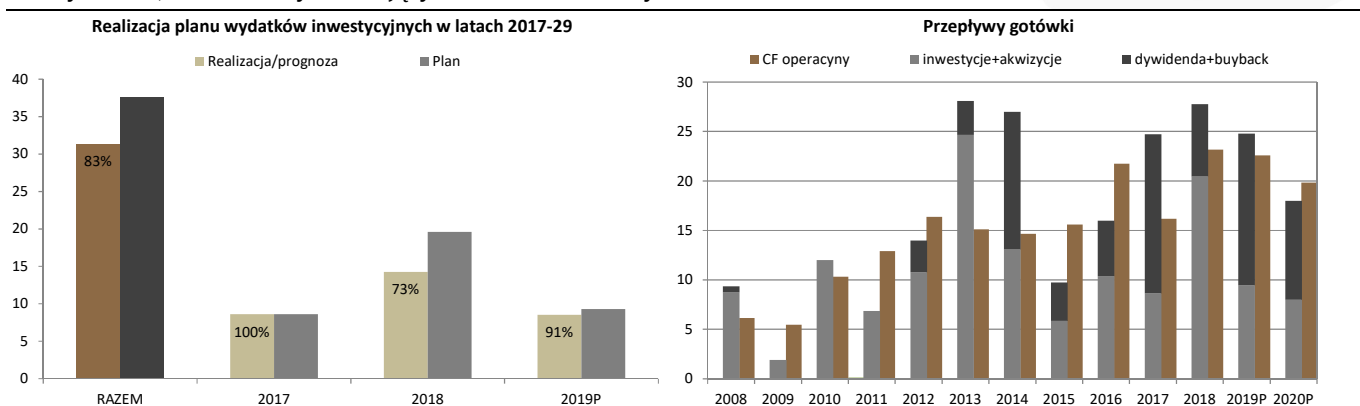
Źródło: Aplisens, Noble Securities

Bezpieczny bilans, zmiana priorytetów i wysokości nakładów inwestycyjnych

Charakterystyczna dla Aplisensa jest bardzo konserwatywna struktura finansowania aktywów. Spółka nieprzerwanie od debiutu giełdowego (2009 r.) dysponuje nadwyżką gotówkową, pomimo przeznaczenia na inwestycje ponad 120 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 w moich prognozach zapisałem wykonanie na poziomie ok. 31 mln zł. Dodatkowo Aplisens dokonał akwizycji spółki za kwotę ok. 8,5 mln zł.

Zarząd Aplisens jest obecnie w trakcie przygotowywania kolejnej 3-letniej strategii. Jej publikacji spodziewam się na przełomie I i II kwartału 2020 r. Sądzę, że oczekiwania wzrostu sprzedaży będą bardziej ostrożne, szczególnie w odniesieniu do rynku krajowego oraz WNP. Wciąż duży potencjał dostrzegam w rynkach UE oraz pozostałych rynkach eksportowych. W nowej strategii nacisk zostanie przesunięty na inwestycje w nowe produkty oraz rozbudowę potencjału sprzedażowego (nowe spółki eksploatujące nowe rynki). Nie wykluczam, że część celów zostanie zrealizowana poprzez akwizycje; ich rozmiar powinien być zbliżony do ostatniej akwizycji tj. zakupu spółki CZAH-Pomiar (ok. 10 mln zł przychodów, wydatek do 10 mln zł, z dużym udziałem eksportu w sprzedaży, asortyment komplementarny do oferty Aplisensa). W efekcie CAPEX zostanie zmniejszony z ok. 10-11 mln zł średniorocznie w latach 2017-19 to ok. 8 mln zł w kolejnym okresie objętym strategią.

Niższy CAPEX, cash flow wystarczający na finansowanie wydatków



Źródło: Aplisens, Noble Securities

Stały transfer gotówki do akcjonariuszy: dywidenda i buyback

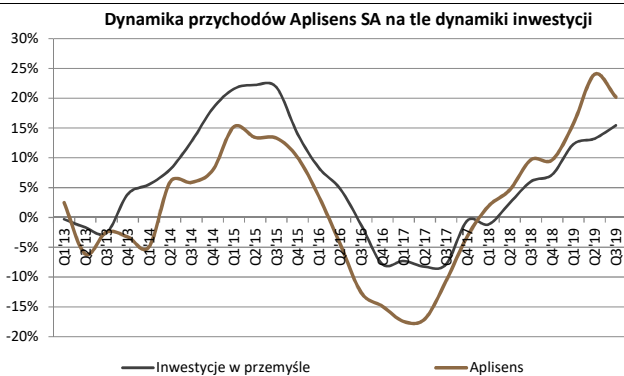
Zakończenie programu rozbudowy mocy produkcyjnych związane z uruchomieniem nowej fabryki w Radomiu i prognozowane zmniejszenie wydatków inwestycyjnych ze średniego poziomu 11 mln zł rocznie w latach 2014-2019 do ok. 8 mln zł pozwoli utrzymać (o ile nie zwiększyć) transfer gotówki do akcjonariuszy. Przypominam, że Aplisens prowadzi stabilną politykę dywidendową (od 2011 r. część zysku trafia do akcjonariuszy) wspartą dodatkowo programami skupu akcji własnych. W swojej 10-letniej historii giełdowej spółka przekazała akcjonariuszom (w formie dywidendy lub poprzez buyback) łącznie prawie 70 mln zł (50% jej bieżącej kapitalizacji). Średniorocznie dawało to prawie 7 mln zł (DY=5%).

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. Wysoka dynamika w 2019 r. częściowo wynika z przejęcia firmy CZAH-Pomiar.

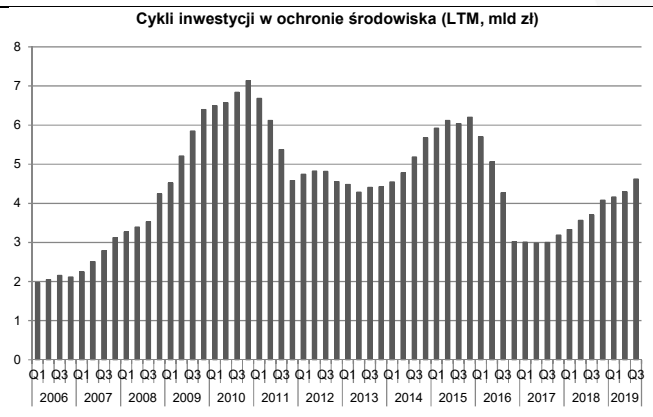
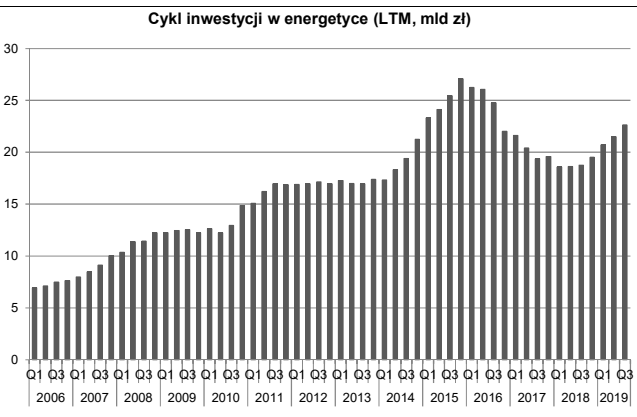
Powiązanie sprzedaży Aplisensa na rynku polskim z sytuacją w inwestycjach krajowych



Źródło: Aplisens, GUS, Noble Securities

Szczególnie widoczne było to w branżach, do których Aplisens kieruje znaczną część swojej oferty: energetyki i ochrony środowiska. Pomimo trendu wzrostowego wydatków obawiam się, iż oczekiwany wzrost CAPEXu w energetyce może być kierowany w obszary, w których aparatura Aplisensa wykorzystywana jest w mniejszym stopniu (gaz, OZE); generalnie można przyjąć, że im „brudniejsze” wytwarzanie energii elektrycznej tym lepiej dla spółki. 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. Okazją na zwiększenie sprzedaży jest też coraz dynamiczniejszy proces automatyzacji produkcji, postępujący niezależnie od branży.

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 dekonjunkury. 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

RAPORT ANALITYCZNY

zewnętrznego w ostatnich latach inwestycje w wielu branżach było ograniczane. Aplisens przygotowuje się do uruchomienia produkcji w zakładzie pod Moskwą, co powinno otworzyć wiele zamkniętych dla produktów nie-rosyjskich obszarów rynku. Oczekujemy utrzymania pozytywnych trendów obserwowanych począwszy od Q2/2019.

Pozostałe kierunki eksportowe (ok. 35% przychodów)

Poniżej oczekiwani rozwijała się sprzedaż na pozostałe rynki eksportowe, w tym do krajów Unii Europejskiej. W przypadku UE wytłumaczeniem mogą być oznaki spowolnienia obserwowane na Zachodzie (szczególnie widoczne w Niemczech). Z kolei na pozostałych rynkach nie udało się uruchomić sprzedaży do Iranu, na co stawiał Aplisens. W 2020 r. oczekujemy powrotu trendu wzrostowego, dobrym prognozą może być bardzo dobra sytuacja najmłodszej w grupie spółki tureckiej, której sprzedaż wzrasta w wysokim tempie (0,5 mln zł przychodów po 3 kwartałach działalności). Tym śladem (tj. poprzez otwieranie kolejnych spółek – przedstawicielstw Aplisens na nowych rynkach) chciałaby rozwijać się firma w kolejnych latach i zapewne na tym będzie bazowała nowa strategia rozwoju Grupy (na lata 2020-22).



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.
- Wyższej sprzedaży krajowej (efekt wysokiej bazy 2019 r., dynamika w kolejnych latach niższa niż wcześniej zakładałem).
- Niższej sprzedaży do krajów UE (efekt niskiej bazy 2019 r.).
- Niższej sprzedaży na rynkach WNP (niższa baza po słabszym 2019 r.).
- Niższej rentowności (choć stopniowo odbudowywanej od 2020 r.).
- Nieco niższych wydatków akwizycyjnych w 2019 r. (niższa wartość II raty zapłaconej za CZAHa); nie uwzględniam kolejnych akwizycji, choć zapewne przejęcia innych podmiotów będą ważną częścią nowej strategii.
- Niższego poziomu gotówki netto wynikającego z: a) niższego salda na koniec 2018 r. (-9 mln zł vs poprzednia prognoza; doszła akwizycja), b) wyższych wydatków w 2019 r. (przede wszystkim uwzględnienie buybacku, -6 mln zł vs poprzednia prognoza).

	2017	2018	2019P Stara	2019P Nowa	zmiana	2020P Stara	2020P Nowa	zmiana	2021P Stara	2021P Nowa	zmiana
Przychody, w tym	99,8	105,7	115,9	117,0	1%	120,7	123,4	2%	123,8	126,5	2%
- rynek krajowy	32,5	35,7	38,7	40,7	5%	39,6	40,7	3%		40,7	
- rynek WNP	36,7	39,2	44,1	43,4	-2%	46,1	47,7	3%		48,9	
- rynek UE	21,8	24,4	26,3	26,1	-1%	27,6	27,4	-1%		28,8	
- pozostały eksport	8,8	6,4	6,7	6,9	2%	7,4	7,6	2%		8,1	
EBITDA	23,9	24,5	27,8	26,2	-5%	29,0	27,8	-4%	29,6	28,9	-2%
EBIT	17,1	17,4	19,7	18,6	-6%	20,2	19,6	-3%	20,7	20,1	-3%
zysk netto	19,6	14,3	15,7	14,4	-8%	16,1	15,3	-5%	16,6	15,7	-5%
zysk netto powt.	14,5	14,3	15,7	14,4	-8%	16,1	15,3	-5%	16,6	15,7	-5%
CAPEX	8,6	12,7	8,5	8,5	0%	8,0	8,0	0%	8,0	8,0	0%
Akwizycje	0,0	7,8	1,5	0,9	-38%	0,0	0,0	0%	0,0	0,0	0%
Dywidenda+buyback	16,2	7,3	5,8	12,1	108%	7,9	7,3	-8%	5,0	4,9	-3%
Cash netto	13,1	8,3	14,9	8,9	-40%	21,9	14,0	-36%	34,8	25,1	-28%
P/E	9,4	9,1	8,3	9,1		8,1	8,1		7,9	7,9	
EV/EBITDA	5,2	5,0	4,2	4,7		3,8	3,9		3,2	3,4	

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

Rachunek zysków i strat	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży	96,7	99,8	105,7	117,0	123,4	126,5
Zysk brutto na sprzedaży	32,7	34,9	37,3	39,7	41,7	42,8
Koszty sprzedaży	2,1	2,3	2,8	2,9	3,1	3,2
Koszty ogólnego zarządu	13,9	15,3	16,8	18,2	19,1	19,5
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-0,7	-0,3	-0,4	0,0	0,0	0,0
EBIT	15,9	17,1	17,4	18,6	19,6	20,1
Koszty i przychody finansowe netto	1,1	-0,3	0,2	0,1	0,1	0,1
Zysk przed opodatkowaniem	17,1	16,8	17,6	18,6	19,7	20,2
Podatek dochodowy	2,4	-3,2	2,9	3,5	3,7	3,8
Zysk netto	14,7	20,0	14,7	15,1	15,9	16,4
Zysk netto przyp. akc. jedn. dominującej	14,2	19,6	14,3	14,4	15,3	15,7
Zysk netto powtarzalny	14,2	14,5	14,3	14,4	15,3	15,7
Amortyzacja	6,2	6,8	7,1	7,7	8,2	8,8
EBITDA	22,2	23,9	24,5	26,2	27,8	28,9

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

Bilans	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	156,4	160,7	174,5	177,3	185,2	196,4
Aktywa trwałe	86,1	92,6	105,9	106,4	105,0	103,1
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	83,4	84,1	95,1	95,9	95,7	94,9
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	0,0	0,0	2,9	2,9	2,9	2,9
Inne aktywa trwałe	2,7	8,5	7,9	7,6	6,5	5,4
Aktywa obrotowe	70,3	68,1	68,5	70,9	80,2	93,3
Zapasy	33,1	33,5	39,4	40,0	42,3	43,7
Należności handlowe	16,6	21,1	19,4	21,7	23,7	24,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	20,4	13,2	9,5	9,0	14,0	25,2
Inne aktywa obrotowe	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Pasywa	156,4	160,7	174,5	177,3	185,2	196,4
Kapitał własny razem	143,5	148,9	158,5	160,8	168,8	179,7
Zobowiązania długookresowe	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Inne	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkookresowe	9,9	8,8	11,7	12,2	12,2	12,5
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	0,0	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	8,3	7,2	9,0	10,3	10,1	10,4
Inne	1,6	1,6	1,6	1,9	2,0	2,1

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

RAPORT ANALITYCZNY

Rachunek przepływów pieniężnych	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Zysk netto przed opodatkowaniem	17,1	16,8	17,6	18,6	19,7	20,2
Amortyzacja	6,2	6,8	7,1	7,7	8,2	8,8
Zmiana kapitału obrotowego	-0,4	-6,1	-2,4	-1,3	-4,2	-1,7
Zapłacony podatek dochodowy	-2,5	-1,8	-2,0	-2,5	-2,6	-2,7
CF operacyjny	21,7	16,2	23,2	22,6	21,0	24,6
CAPEX	-10,4	-8,6	-12,7	-8,5	-8,0	-8,0
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	-7,8	-0,9	0,0	0,0
Dezinwestycje i inne	0,0	0,0	0,0	-2,5	-4,7	-10,9
CF inwestycyjny	-12,6	-12,5	-11,9	-12,0	-12,7	-18,9
Zmiana kapitału	3,4	-11,1	-2,1	-7,7	-0,1	2,8
Zmiana zadłużenia odsetkowego	0,0	0,1	1,2	-1,1	0,0	0,0
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-5,6	-16,1	-7,3	-15,4	-10,0	-7,6
CF finansowy	-4,4	-15,0	-6,6	-13,2	-7,3	-4,9
CF	4,8	-11,2	4,6	-2,6	1,0	0,8
Stan środków pieniężnych na początek okresu	11,2	16,0	4,8	9,4	6,8	7,8
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	16,0	4,8	9,4	6,8	7,8	8,6

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

Wybrane wskaźniki	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
marża EBITDA	22,9%	23,9%	23,2%	22,4%	22,5%	22,8%
marża EBIT	16,5%	17,1%	16,5%	15,8%	15,9%	15,9%
marża netto	15,2%	20,0%	13,9%	12,9%	12,9%	13,0%
Dług netto	-20	-13	-8	-9	-14	-25
Dług netto/EBITDA	-0,9	-0,5	-0,3	-0,3	-0,5	-0,9
Liczba akcji	13,2	13,1	12,6	12,6	11,9	11,9
Dywidenda na akcję	0,30	0,32	0,35	0,57	0,64	0,66
P/BV	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

Roczne stopy wzrostu	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	9%	3%	6%	11%	5%	3%
EBITDA	-2%	8%	3%	7%	6%	4%
EBIT	-6%	7%	2%	7%	6%	3%
Zysk netto	4%	2%	-1%	1%	6%	3%

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 3.01.2020 o godz. 11:00. Pierwsze rozpowszechnienie Raportu nastąpiło 3.01.2020 o godz. 11:15.

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

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca APLISENS SA					
Rekomendacja/aktualizacja	Kupuj	Kupuj	Kupuj	nd	nd
Data wydania	07.10.2014 godz. 17:36	20.11.2015 godz. 11:50	05.01.2017 godz. 9:54	02.03.2018 godz. 12:30	18.12.2018 godz. 9:30
Kurs z dnia rekomendacji	13,50	12,75	12,80	12,80	10,50
Cena docelowa/Wycena	18,2	16,3	16,1	14,5	16,0
WIG w dniu rekomendacji	53 770,98	49 434,43	52 721,67	60 580,36	58 719,27

RAPORT ANALITYCZNY

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)
Forte	Trzymaj	29,5	30,9	30,3	-2%	20.12.2019	9M	Dariusz Dadej
Amica	Akumuluj	165,2	138,0	138,6	19%	13.12.2019	9M	Michał Sztabler
11 bit studios	Kupuj	479,2	388,0	396,5	21%	11.12.2019	9M	Kamil Jędrej
Aparator	Akumuluj	24,4	21,4	21,0	16%	28.11.2019	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Trzymaj	129,0	134,2	143,0	-10%	25.11.2019	9M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Trzymaj	232,3	243,0	284,3	-18%	15.10.2019	9M	Kamil Jędrej
Bogdanka	Redukuj	31,6	35,2	36,2	-13%	04.10.2019	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Redukuj	140,2	156,3			16.09.2019	9M	K. Radojewski, D. Dadej
Amrest Holdings	Kupuj	54,9	43,2	43,3	27%	16.09.2019	9M	K. Radojewski, D. Dadej
Eurocash	Akumuluj	27,0	22,7	22,0	23%	11.09.2019	9M	K. Radojewski, D. Dadej
Bioton	nd	7,5	5,3	3,9	94%	26.07.2019	24M	K. Radojewski, K. Jędrej
MCI Capital	nd	26,5	7,3	9,3	185%	28.06.2019	24M	K. Radojewski, K. Jędrej
TIM	nd	14,1	9,8	10,6	34%	17.06.2019	24M	Michał Sztabler
11 bit studios	Akumuluj	464,7	395,0			06.06.2019	9M	Kamil Jędrej
Amrest Holdings	Kupuj	52,1	37,5			21.05.2019	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Trzymaj	111,0	112,7			20.05.2019	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Trzymaj	143,5	145,0			28.03.2019	zawieszona	Krzysztof Radojewski
Eurocash	Akumuluj	26,8	22,4			15.03.2019	9M	Krzysztof Radojewski
Amica	Kupuj	139,5	111,4			07.01.2019	9M	Michał Sztabler
Izoblok	Kupuj	45,0	29,4	42,0	7%	07.01.2019	9M	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	11,3	9,8	6,1	86%	07.01.2019	9M	Michał Sztabler
Aparator	Kupuj	31,0	22,8			07.01.2019	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Kupuj	194,3	150,7			04.01.2019	9M	Kamil Jędrej

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

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Analityk Akcji (zakończył pracę w NS z dn. 31.10.2019), Michał Sztabler - Analityk Akcji, Kamil Jędrej - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji *korekta ceny o split akcji

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Sobiesław Kozłowski, MPW
sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl
 tel: +48 22 213 22 30
 Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

Michał Sztabler
michal.sztabler@noblesecurities.pl
 tel: +48 22 213 22 36
 spółki przemysłowe, energetyka, wydobywcze

Kamil Jędrej
kamil.jedrej@noblesecurities.pl
 tel: +48 22 213 22 37

Dariusz Dadej
dariusz.dadej@noblesecurities.pl
 tel: +48 22 213 22 19
 mobile: +48 781 910 497

Krzysztof Ojczyk, MPW
krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl
 tel: +48 12 422 31 00
 Analiza techniczna

BIURO OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

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

Piotr Dudziński
piotr.dudzinski@noblesecurities.pl
 tel: +48 22 244 13 04