

## Aplisens (wycena 17,3 zł)

## Wyniki Q4/2019 zbliżone do oczekiwań, nowa strategia dość optymistyczna

Wyniki Q4/2019 okazały się zbliżone do naszych szacunków. Przychody były wyższe, natomiast negatywnie zaskoczyła rentowność. Niski podatek poprawił obraz końcowego wyniku. W całym roku zyski okazały się niższe o ok. 2-5% od prognoz NS. Pozytywnie należy ocenić bardzo silny CF operacyjny (+13% r/r, wyższy od EBITDA spółki), drugą zaletą jest jego stabilność w poszczególnych kwartałach (6-7 mln zł kwartalnie, z wyłączeniem IV kwartału, ale to już tradycyjnie najsłabszy okres). Pozwoliło to zwiększyć poziom gotówki netto pomimo wydatków akwizycyjnych (0,9 mln zł), znacznego CAPEXu (9 mln zł), wypłaty dywidendy (4,5 mln zł) oraz buybacku (11 mln zł). Zdolność do generowania wysokich i stabilnych strumieni gotówki jest od lat cechą charakterystyczną Aplisensa. Nowa strategia na lata 2020-22 pokazuje dość optymistyczny obraz przyszłości, zakładając wzrost przychodów średniorocznie o ok. 7% i poprawę marż. Wydatki inwestycyjne mają dalej spadać.

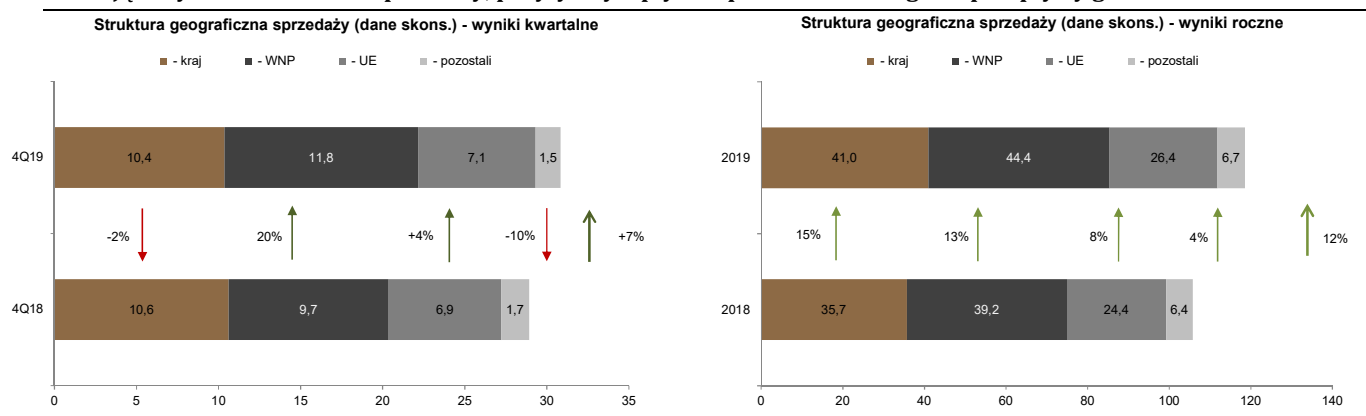
## Komentarz do wyników

| Wybrane dane finansowe (mln zł)     | 4Q18         | 1Q19         | 2Q19          | 3Q19          | 4Q19          | r/r           | kw/kw         | 2018         | 2019         | r/r          | % progn. NS |
|-------------------------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| <b>Przychody</b>                    | <b>28,92</b> | <b>26,54</b> | <b>29,18</b>  | <b>31,96</b>  | <b>30,83</b>  | <b>6,6%</b>   | <b>-3,5%</b>  | <b>105,7</b> | <b>118,5</b> | <b>12,1%</b> | <b>101%</b> |
| Zysk brutto na sprzedaży            | 8,89         | 9,82         | 9,70          | 10,47         | 8,48          | -4,6%         | -19,0%        | 37,3         | 38,5         | 3,1%         | 97%         |
| rentowność                          | 31%          | 37%          | 33%           | 33%           | 28%           |               |               | 35%          | 32%          |              |             |
| Koszty sprzedaży + zarządu          | 5,85         | 4,97         | 4,97          | 5,23          | 5,35          | -8,7%         | 2,1%          | 19,5         | 20,5         | 5,0%         | 97%         |
| % sprzedaży                         | 20%          | 19%          | 17%           | 16%           | 17%           |               |               | 18%          | 17%          |              |             |
| Saldo pozostałej działalności oper. | 0,04         | -0,05        | -0,20         | -0,03         | -0,28         |               |               | -0,4         | -0,6         |              |             |
| <b>EBIT</b>                         | <b>3,08</b>  | <b>4,81</b>  | <b>4,53</b>   | <b>5,20</b>   | <b>2,86</b>   | <b>-7,2%</b>  | <b>-45,1%</b> | <b>17,4</b>  | <b>17,4</b>  | <b>-0,1%</b> | <b>94%</b>  |
| rentowność                          | 11%          | 18%          | 16%           | 16%           | 9%            |               |               | 16%          | 15%          |              |             |
| <b>EBITDA</b>                       | <b>4,99</b>  | <b>6,69</b>  | <b>6,48</b>   | <b>7,12</b>   | <b>4,83</b>   | <b>-3,2%</b>  | <b>-32,2%</b> | <b>24,5</b>  | <b>25,1</b>  | <b>2,4%</b>  | <b>96%</b>  |
| rentowność                          | 17%          | 25%          | 22%           | 22%           | 16%           |               |               | 23%          | 21%          |              |             |
| amortyzacja                         | 1,91         | 1,89         | 1,95          | 1,92          | 1,97          | 3,2%          | 2,8%          | 7,1          | 7,7          | 8,5%         | 101%        |
| Saldo działalności finansowej       | 0,06         | 0,04         | 0,03          | 0,21          | -0,20         |               |               | 0,2          | 0,1          |              |             |
| <b>Zysk netto</b>                   | <b>2,69</b>  | <b>3,94</b>  | <b>3,52</b>   | <b>4,23</b>   | <b>2,42</b>   | <b>-10,1%</b> | <b>-42,7%</b> | <b>14,3</b>  | <b>14,1</b>  | <b>-1,6%</b> | <b>98%</b>  |
| rentowność                          | 9%           | 15%          | 12%           | 13%           | 8%            |               |               | 14%          | 12%          |              |             |
| <b>Zysk netto powtarzalny</b>       | <b>2,69</b>  | <b>3,94</b>  | <b>3,52</b>   | <b>4,23</b>   | <b>2,42</b>   | <b>-10,1%</b> | <b>-42,7%</b> | <b>14,3</b>  | <b>14,1</b>  | <b>-1,4%</b> | <b>98%</b>  |
| rentowność                          | 9%           | 15%          | 12%           | 13%           | 8%            |               |               | 14%          | 12%          |              |             |
| <b>Dług netto</b>                   | <b>-8,26</b> | <b>-9,53</b> | <b>-11,38</b> | <b>-16,44</b> | <b>-11,53</b> | <b>39,7%</b>  | <b>-29,8%</b> | <b>-8,3</b>  | <b>-11,5</b> | <b>39,7%</b> | <b>130%</b> |
| P/E                                 | 8,5          | 8,1          | 8,3           | 8,3           | 8,5           |               |               | 8,5          | 8,5          |              |             |
| EV/EBITDA                           | 4,5          | 4,3          | 4,2           | 4,1           | 4,3           |               |               | 4,5          | 4,3          |              |             |

Źródło: Aplisens, P - prognozy Noble Securities

- Przychody w Q4/2019 wzrosły o 2 mln zł** (+6,6% r/r, pierwszy kwartał porównywalnych danych po przejęciu spółki CZAHA-Pomiar). Negatywny trend w sprzedaży krajowej nie został przełamany, co gorsze zanotowano spadek przychodów z tego rynku (-2%). Także rynki UE zanotowały niską dynamikę (+4%), znacznie poniżej oczekiwań Zarządu spółki. Eksport na rynki WNP kontynuował silne wzrosty po mizernym początku roku (duże wzrosty w Białorusi, wsparte lepszą sprzedażą w Rosji i Kazachstanie; gorzej na Ukrainie). W całym roku sprzedaż krajowa wzrosła o 15%, jednak po uwzględnieniu CZAHA wzrost był symboliczny (+3%). Także eksport do UE dostał zadyszki, gdzie daje się we znaki spadek koniunktury, szczególnie w Niemczech (zapisane w strategii +14% zostało wykonane w niewiele ponad 50%). Poprawa koniunktury na rynkach WNP w II połowie 2019 r. roku pozwoliła przekroczyć 10-procentowy przyrost sprzedaży założony w strategii.

## Hamująca dynamika wzrostu sprzedaży, pozytywny wpływ kapitału obrotowego na przepływy gotówkowe

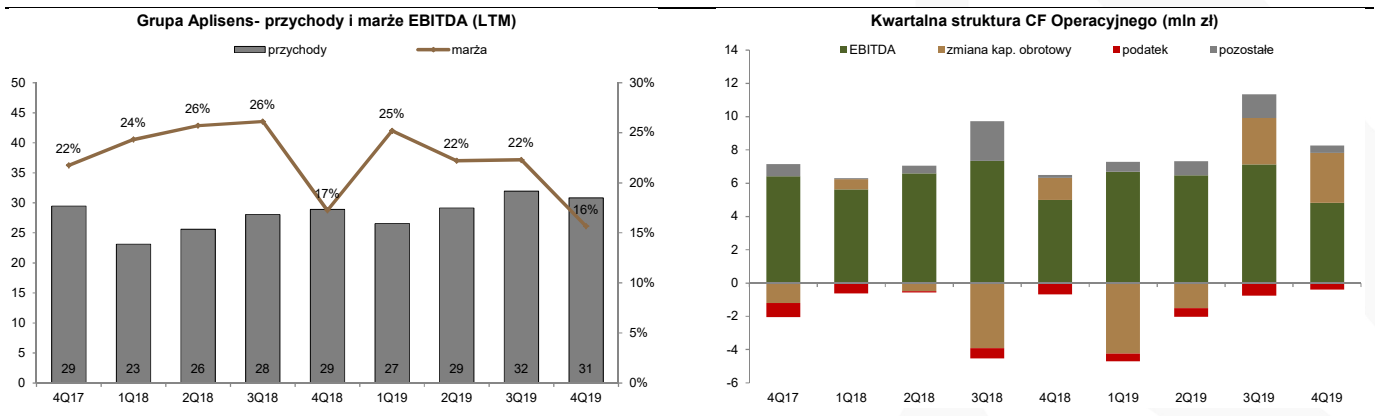


Źródło: Aplisens, Noble Securities

## NOTATKA WYNIKOWA

- Rentowność wyraźnie spadła w Q4/2019**, co zarząd tłumaczy rosnącymi kosztami wytworzenia (niższa produkcja = wyższe koszty jednostkowe oraz wzrost płac). Dodatkowo niższą rentownością charakteryzuje się eksport (który w Q4 znów odbił kosztem sprzedaży krajowej) jak i wyniki przejętej spółki CZAH-Pomiar. W całym 2019 r. rentowność brutto na sprzedaży spadła do zaledwie 32,5%, najniższego poziomu w giełdowej historii Aplsensa.
- Spadły koszty ogólne**, co należy odczytać jednoznacznie pozytywnie. W całym roku były wyższe o 1 mln zł, co wynika przede wszystkim z konsolidacji spółki CZAH-Pomiar oraz uruchomienia biznesu w Turcji. W samej Aplsens SA całoroczne koszty zarządu i sprzedaży w 2019 r. wyniosły 14,2 mln zł, (-5%) Spadek ten jest związany m.in. ze spadkiem kosztów Programu Motywacyjnego za 2019 roku (spadek o 0,16 mln zł) ujętego w kosztach zarządu i sprzedaży oraz zmianą sposobu księgowania rezerwy emerytalno-rentowej oraz urlopowej (od 2019 r. rezerwy te zostały przypisane bezpośrednio do miejsc ich powstania - w szczególności do kosztów wytworzenia sprzedanych wyrobów, a w poprzednich latach rezerwy docięły tylko koszty ogólnego zarządu i sprzedaży).
- Saldo pozostałej działalności operacyjnej jak i działalności finansowej** nie było znaczące dla wyników.
- Ponownie pozytywnie wyróżniły się **wysokie dodatnie przepływy z działalności operacyjnej** (w samym Q4/2019 ok. 8 mln zł vs 6 mln zł przed rokiem, w całym roku 26 mln zł vs 23 mln zł rok wcześniej). Przede wszystkim spadły nakłady na kapitał obrotowy (-3 mln zł kw/kw), widać efekty zapowiadane przez Zarząd „wietrzenia” magazynu (zapasy niższe o 3,5 mln zł kw/kw i 2,5 mln zł r/r).
- CAPEX w kwartale spadł do 1,8 mln zł**, co potwierdza finalizację kilkuletniego programu inwestycyjnego. W całym 2019 r. CAPEX wyniósł 9,2 mln zł (vs 14,2 mln zł przed rokiem). Ponadto dokończono przejęcie CZAH-Pomiar, co kosztowało 0,9 mln zł (vs 7,7 mln zł wydatków na ten cel w 2018 r.).
- Spółka wciąż ma **silną pozycję gotówkową** (11,5 mln zł aktywów finansowych przy minimalnym zadłużeniu). W wynikach IV kwartału już uwzględniono rozliczony w październiku skup akcji (11 mln zł), tak więc poziom wolnych środków okazał się znacząco wyższy od naszych szacunków.

### Spadek marż, ale pozytywny wpływ kapitału obrotowego na przepływy gotówkowe



Źródło: Aplsens, Noble Securities

### Strategia na lata 2020-2022

Jednocześnie Zarząd spółki zaprezentował nową Strategię Grupy Aplsens na lata 2020-22, zastrzegając od razu, iż uwzględnia ona bieżącą sytuację związaną z koronawirusem tylko w nieznacznym stopniu. Strategia co prawda została w ostatnich dniach odświeżona o wpływ epidemii, niemniej trudno jest obecnie ocenić jej skutki.

- Średnioroczny wzrost przychodów został określony na 7%, z czego na rok 2020 uwzględniono skutki kryzysu związanego z koronawirusem (wzrost na poziomie 1%). Uważamy, iż utrzymanie wysokości sprzedaży z 2019 r. przy obecnych zagrożeniach dla podaży komponentów (kłopoty dostawców, zawirowania w transporcie), niepewnym popycie, utrudnieniach przy produkcji (absencja pracowników, opóźnienia w dostawach) jest założeniem dość optymistycznym. Poza tym zapewne będziemy mieli do czynienia ze skutkami pośrednimi: w przypadku Aplsensa są to np. spadające ceny ropy naftowej przekładające się na spadek popytu ze strony segmentu oil&gas (rynkę WNP). Dla porównania kryzys rosyjski (rok 2009) objawił się spadkiem sprzedaży w tamtym kierunku o 30%; jednocześnie spółka aktywnie zdobywała pozostałe rynki zagraniczne (UE +60%, pozostałe kierunki +80%), o 10% wzrosła też sprzedaż w kraju, kompensując tym utratę sprzedaży. W obecnej sytuacji epidemia „infekuje” wszystkie gospodarki, a UE w największym stopniu.
- EBITDA w ostatnim roku strategii (2022) ma wynieść 32 mln zł, co oznaczałoby nieznaczną poprawę rentowności (ok. 22,5% vs 21,3% w 2019 r. i 22-23% w ostatnich 4 latach). Tu również należy wskazać na zagrożenie skutkami koronawirusa. W 2009 r. w efekcie załamania sprzedaży na rynki wschodnie rentowność EBITDA spadła z 27,9% do 24,5% (-3,4 p.p.) i pozostawała na tym poziomie jeszcze w roku następnym.
- Zgodnie ze strategią wydatki inwestycyjne mają w dalszym ciągu spadać i wynieść łącznie w okresie 3-letnim ok. 25 mln zł (2020 r.: 7,2 mln zł, 2021 r.: 10,4 mln zł, 2022 r.: 6,3 mln zł), vs 40 mln zł w poprzedniej 3-latce. Kwoty te nie uwzględniają potencjalnych akwizycji. Zarząd przygląda się podmiotom, które mogą uzupełnić potencjał grupy o nowe technologie (oczywiście z dotychczas obsługiwanego obszaru AKPIA – aparatury kontrolnopomiarowej i automatyki). Szacowany wydatek per spółka to ok. 10 mln zł (podobnie jak w przypadku przejęcia CZAH-Pomiar). O ile podmioty te byłyby zbliżone do CZAHa także pod względem wielkości sprzedaży i rentowności, to mówimy o dodaniu ok. 10 mln zł do przychodów skonsolidowanych i ok. 1 mln zł do zysku netto (per spółka). I tu ponownie zastrzeżenie, iż zarówno wielkość CAPEX jak i ewentualne przejęcia

## NOTATKA WYNIKOWA

będą dostosowane do bieżącej sytuacji na rynku oraz w spółce (co w obecnych realiach oznacza niższe wydatki i odłożenie „na później” planów akwizycyjnych).

- Aplisens planuje utrzymać politykę dywidendową, przeznaczając na ten cel min. 25% jednostkowego zysku netto (tj. ok. 3-4 mln zł, 0,25 zł/akcję, DY=2,7%). Naszym zdaniem (potwierdzonym przez Zarząd na konferencji) jest to poziom minimalny, a oczekiwane wysokie nadwyżki finansowe (na bazie założeń strategii jest to min. 10 mln zł rocznie) będą mogły być transferowane do akcjonariuszy również poprzez skup akcji. Oczywiście rosnące ryzyka związane z prowadzeniem biznesu w dobie pandemii koronawirusa będą skłaniały Zarząd Aplisensa do bardziej konserwatywnych decyzji (czytaj: ograniczenie wypłat i hołdowanie zasadzie „cash is king”).

### **Podatność biznesu Aplisensa na następstwa pandemii koronawirusa:**

#### 1. Sprzedaż – eksport

W 2019 r. Aplisens SA realizował ok. 55% sprzedaży na rynkach zagranicznych, w tym ok. 20% w krajach WNP, ok. 25% w krajach UE oraz ok. 10% na pozostałych rynkach. Silnie utrudnione przepływy towarów (zamknięte granice, wzmożone kontrole, utrudniony dostęp do zasobów transportowych) będzie negatywnie wpływał na eksport. Tym bardziej, że sprzedaż na rynkach WNP bazowała w dużej części na urządzeniach montowanych w zakładach w Białorusi oraz w Rosji – opóźnienia w dostawach półproduktów z Polski ograniczą możliwości produkcyjne, i tym samym sprzedażowe, podmiotów zależnych.

#### 2. Sprzedaż – branże

Aplisens oferuje wyspecjalizowane produkty m.in. do branży oil&gas czy stalowej. Gwałtowne spadki cen ropy naftowej wpłyną negatywnie na możliwości inwestycyjne podmiotów z branży rafineryjne i petrochemicznej. Z kolei wyhamowanie inwestycji w gospodarce przełoży się na spadek popytu na stal, co z kolei ograniczy wydatki firm z tego sektora. Lepiej na tym tle wyglądają spółki z branży spożywczej (np. cukrownie) i energetycznej. Szeroko rozumiana branża ekologiczna (m.in. oczyszczalnie ścieków) jako podmioty samorządowe, również ograniczą inwestycje (brak środków w samorządach).

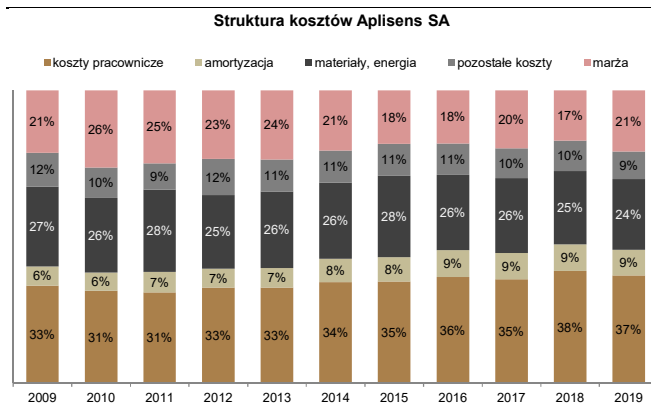
#### 3. Produkcja – komponenty

Znaczna część komponentów do produkcji jest sprowadzana z zagranicy, co podobnie jak przy wysyłce produktów może być obecnie utrudnione. W tym kontekście odbudowę potencjału produkcyjnego w Chinach, skąd pochodzi (pośrednio lub bezpośrednio) znaczna część elektroniki, należy uznać za czynnik pozytywny.

#### 4. Koszty, w tym udział kosztów stałych; break even point

Struktura kosztów w grupie jest w miarę stała od wielu lat. Materiały i energia oraz koszty pracownicze stanowią łącznie 80-85% kosztów operacyjnych. Wydatki stałe w 2019 r. wyniosły ok. 35 mln zł, co daje dość duży bufor bezpieczeństwa spółce. Przyjmując obecną strukturę kosztów oraz brak redukcji wydatków pracowniczych, Aplisens byłby w stanie utrzymać pozytywny wynik operacyjny przy 30-proc. spadku przychodów skonsolidowanych (ujemna EBITDA pojawia się przy 45-proc. spadku sprzedaży). Podobne wyniki daje analiza wrażliwości dla Aplisens SA.

### **Struktura kosztów oraz marża**



Źródło: Aplisens, Noble Securities

#### 5. Płynność.

Przy spadku przychodów zmniejsza się zapotrzebowanie na kapitał obrotowy. Z drugiej strony kryzys wydłuża czas spływu należności, pojawiają się też należności trudne do wyegzekwowania, a w skrajnych przypadkach odpisy na należności nieściągalne. Spółka też musi dysponować odpowiednim magazynem, co ogranicza potencjał do zmniejszenia zapasów. Z kolei krótsze terminy płatności zobowiązań mogą pomóc w pracy nad rentownością (niższe koszty zakupu), a w niektórych przypadkach nawet gwarantować otrzymanie towaru. Przykład kryzysu rosyjskiego pokazuje jednak, że Aplisens potrafi sobie rewelacyjnie radzić w trudnych sytuacjach: w latach 2009-2012 zapotrzebowania na kapitał obrotowy rosło znacznie wolniej niż przychody.

Drugą niezmiernie ważną kwestią jest bardzo konserwatywna polityka finansowa objawiająca się nadwyżką wolnych środków na rachunkach spółki (na koniec 2019 r. było to 11,5 mln zł). Nawet w okresach wzmożonych inwestycji w latach 2012-14 oraz 2016-18 Aplisens nigdy nie miał długu netto. To kolejny bardzo silny bufor bezpieczeństwa.

Ostatni raport analityczny z dnia 3.01.2020 r., wycena 17,3 zł. Cena w dniu wydania 10,4 zł.

**Michał Sztabler**

**Analityk akcji**

+48 (22) 213 22 36

# NOTATKA WYNIKOWA

## OBIAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W MATERIAŁACH 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  
**CAPEX** – wydatki kapitałowe

## PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA MATERIAŁU

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

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

Przedstawione w Materiale 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.

## INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ MATERIAŁU

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

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 jakakolwiek 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 osiągniętych 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.

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 Materiałów wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Materiałów. Zakazane jest przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Materiału, proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Materiału, 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 Materiału, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Materiału 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 Materiał 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 Materiał wskazuje adresy stron internetowych, z których korzystano przy sporządzeniu Materiału ani Analityk ani NS nie biorą odpowiedzialności za zawartość tych stron.

Inwestowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Materiał 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

## NOTATKA WYNIKOWA

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 Materiału 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 Materiał, w szczególności zbycia lub nabycia instrumentu finansowego lub powstrzymania się od dokonania takich transakcji, należy wyłącznie do inwestora.**

Materiał 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.

**Materiał 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.

**Materiał**

- jest dystrybuowany wśród Klientów i pracowników NS.
- 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 Materiału zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Materiału.

### **UWAGI KOŃCOWE**

Analityk sporządzający Materiał: Michał Sztabler

Zakończenie sporządzania Materiału nastąpiło 23.03.2020 o godz. 15:20

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Materiału: 23.03.2020 o godz. 15:30

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

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.



| Spółka          | Zalecenie | Cena docelowa | Cena przy wydaniu | Cena bieżąca | Różnica do Ceny Docelowej | Data wydania (1) | Data ważności (2) | Sporządził (3)           |
|-----------------|-----------|---------------|-------------------|--------------|---------------------------|------------------|-------------------|--------------------------|
| MCI Capital     | nd        | 21,9          | 8,3               | 8,0          | 174%                      | 12.03.2020       | 24M               | Kamil Jędrej             |
| TIM             | nd        | 17,3          | 11,4              | 7,8          | 122%                      | 31.01.2020       | 24M               | Michał Sztabler          |
| PKP Cargo       | Kupuj     | 30,6          | 20,9              | 10,6         | 189%                      | 07.01.2020       | 9M                | Michał Sztabler          |
| Aplisens        | nd        | 17,3          | 10,5              | 9,5          | 82%                       | 03.01.2020       | nd                | Michał Sztabler          |
| Forte           | Trzymaj   | 29,5          | 30,9              | 12,2         | 142%                      | 20.12.2019       | 9M                | Dariusz Dadej            |
| Amica           | Akumuluj  | 165,2         | 138,0             | 82,0         | 101%                      | 13.12.2019       | 9M                | Michał Sztabler          |
| 11 bit studios  | Kupuj     | 479,2         | 388,0             | 346,5        | 38%                       | 11.12.2019       | 9M                | Kamil Jędrej             |
| Apator          | Akumuluj  | 24,4          | 21,4              | 16,2         | 51%                       | 28.11.2019       | 9M                | Michał Sztabler          |
| Dino Polska     | Trzymaj   | 129,0         | 134,2             | 148,2        | -13%                      | 25.11.2019       | 9M                | Dariusz Dadej            |
| CD Projekt      | Trzymaj   | 232,3         | 243,0             | 266,5        | -13%                      | 15.10.2019       | 9M                | Kamil Jędrej             |
| Bogdanka        | Redukuj   | 31,6          | 35,2              | 15,6         | 102%                      | 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              | 22,1         | 148%                      | 16.09.2019       | 9M                | K. Radojewski, D. Dadej  |
| Eurocash        | Akumuluj  | 27,0          | 22,7              | 16,0         | 69%                       | 11.09.2019       | 9M                | K. Radojewski, D. Dadej  |
| Bioton          | nd        | 7,5           | 5,3               | 2,7          | 175%                      | 26.07.2019       | 24M               | K. Radojewski, K. Jędrej |
| MCI Capital     | nd        | 26,5          | 7,3               | 8,0          | 231%                      | 28.06.2019       | 24M               | K. Radojewski, K. Jędrej |
| TIM             | nd        | 14,1          | 9,8               | 7,8          | 81%                       | 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     |

(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](mailto:sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl)  
 tel: +48 22 213 22 30

Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

Krzysztof Radojewski  
[krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl)  
 tel: +48 22 213 22 35  
 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

Kamil Jędrej  
[kamil.jedrej@noblesecurities.pl](mailto:kamil.jedrej@noblesecurities.pl)  
 tel: +48 22 213 22 37

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

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