

AKPiA: Apator, Aplisens, Sonel

Bezpieczny bilans zyskuje na znaczeniu



Podmioty z branży AKPiA (Aparatury Kontrolno-Pomiarowej i Automatyki) należą do grupy spółek systematycznie wypłacających dywidendę. Skutki nadchodzącego spowolnienia gospodarczego, takie jak utrata części przychodów i presja na marże, ale też ambitny program inwestycyjny czy konieczność finansowania zwiększonego kapitału obrotowego, mogą w najbliższych latach wpływać negatywnie na możliwości utrzymania polityki dywidendowej na dotychczasowych poziomach. Dlatego też bardzo ważny w kontekście wymagającego otoczenia gospodarczego jest silny bilans i stabilne przepływy operacyjne (oCF). W przypadku Aplisensa czy Sonela spodziewane pogorszenie koniunktury i w konsekwencji możliwe obniżenie zysków nie będzie wymagało weryfikacji planów rozwoju i wprowadzania drastycznych działań oszczędnościowych. Z kolei Apator może być zmuszony do wyboru między ograniczeniem wypłat do akcjonariuszy a zmniejszeniem wydatków na rozwój.

Apator SA

Prognozujemy, że 2022 r. będzie najsłabszym okresem pod względem osiągniętych wyników, od przyszłego roku oczekujemy już ich poprawy. Poprawa następować będzie stopniowo, a dojście do wyników sprzed pandemii zajmie kilka lat. Cele określone w zaktualizowanej Strategii Grupy Apator oceniamy jako bardzo trudne do osiągnięcia. Przy takich założeniach Apator wciąż wyceniany jest z premią do wyznaczonej przez nas wartości godziwej. Podtrzymujemy rekomendację REDUKUJ z ceną docelową 12,9 zł.

Aplisens SA

Nie sprawdziły się nasze obawy, że Aplisens, z uwagi na wysokie zaangażowanie na rynkach wschodnich, najbardziej spośród spółek AKPiA doświadczy skutków wojny w Ukrainie. Spółka bardzo dobrze poradziła sobie w nowej rzeczywistości a mijający rok zapowiada się jako najlepszy w całej historii spółki. Choć prognozujemy lekkie pogorszenie wyników w przyszłym roku, to dalsza dywersyfikacja kierunków sprzedaży i wciąż silny bilans dają nadzieję na przejście „suchą stopą” przez zawirowania gospodarcze i utrzymanie transferów do akcjonariuszy. Wycenę akcji podnieśliśmy do 18,3 zł, co daje 27-proc. potencjał wzrostu.

Sonel SA

Sonel całkiem dobrze poradził sobie z problemami wynikającymi ze wzrostu kosztów produkcji oraz z dostępnością komponentów. Wyzwaniem pozostaje realizacja z zyskiem kontraktów na dostawy liczników (szczególnie przy dynamicznie rosnącej sprzedaży w tym segmencie). Mocno stroną Sonela pozostaje bezpieczny bilans (gotówka netto), wysoka marżowość core businessu oraz stabilne przepływy operacyjne. Spółka jest naszym zdaniem dobrze przygotowana na trudniejsze czasy. Wycenę akcji utrzymaliśmy na poziomie ok. 10 zł, wielkość zbliżoną do obecnego kursu.

APATOR SA (Aktualizacja)

Kurs akcji	15,0 zł
Cena docelowa (9M)	12,9 zł
Potencjał wzrostu	-14%
Kapitalizacja	489 mln zł

APLISENS SA (Aktualizacja)

Kurs akcji	14,4 zł
Wycena	18,3 zł
Potencjał wzrostu	27%
Kapitalizacja	171 mln zł

SONEL SA (Aktualizacja)

Kurs akcji	9,7 zł
Wycena	10,2 zł
Potencjał wzrostu	5%
Kapitalizacja	136 mln zł

	P/E (skor.)			EV/EBITDA (skor.)		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Apator	33,1	13,5	9,5	6,8	5,0	4,1
Aplisens	7,1	8,5	8,4	3,8	4,0	3,6
Sonel	9,2	9,9	9,0	5,6	5,0	4,3

Michał Sztabler

Analitik akcji

michal.sztabler@noblescurities.pl

+48 667 852 196

Źródło: Spółki, Noble Securities, wskaźniki dla Apatora liczone dla liczby akcji pomniejszonej o akcje własne skor. - wskaźniki liczone na bazie wyników skorygowanych o one-off'y

SPIS TREŚCI:

PODSUMOWANIE ZMIAN REKOMENDACJI	3
PERSPEKTYWY ŚREDNIOTERMINOWE	4
Wyzwania 2023 r.	4
Szanse: eksport i zaangażowanie w duże projekty infrastrukturalne	5
Zadłużenie a transfery do akcjonariuszy	6
CAPEX, nakłady na R&D, ulga badawczo-rozwojowa.....	7
APATOR	9
Wycena.....	10
Aktualizacja strategii.....	13
Zmiana prognoz wyników finansowych	16
APLISENS	19
Wycena.....	20
Wyniki 3Q2022: Rekordowe poziomy.....	23
Zmiana prognoz wyników finansowych	24
SONEL	27
Wycen	28
Wyniki 3Q2022: Poziomy obronione, wyraźny spadek gotówki.....	31
Zmiana prognoz wyników finansowych	32
ZASTRZEŻENIA PRAWNE.....	35
Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:.....	38

PODSUMOWANIE ZMIAN REKOMENDACJI

	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjal	Poprzednia cena docelowa	Zmiana ceny docelowej
Aparator	15,0	12,9	-14%	12,2	6%
Aplisens	14,4	18,3	27%	16,0	14%
Sonel	9,7	10,2	5%	10,2	0%

Źródło: Spółki, Noble Securities, wskaźniki dla Apatora liczone dla liczby akcji pomniejszonej o akcje własne

PODSUMOWANIE PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH (wyniki raportowane)

	Zysk netto			EBITDA		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Aparator	13,1	32,2	45,6	88,5	128,4	142,3
Aplisens	23,4	18,4	18,7	37,2	31,5	33,9
Sonel	14,8	13,7	15,0	22,3	26,5	26,4

Źródło: Noble Securities

PERSPEKTYWY ŚREDNIOTERMINOWE

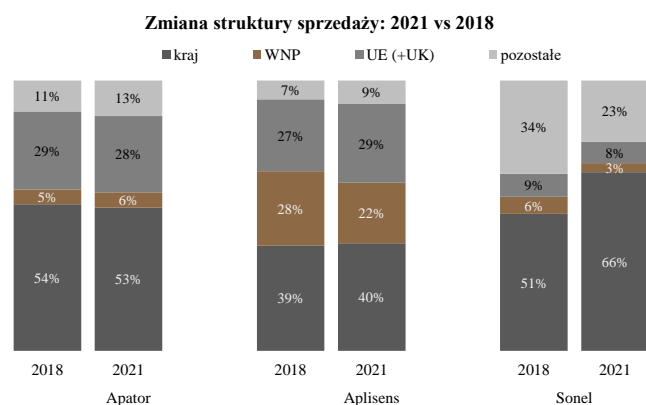
Wyzwania 2023 r.

Wśród największych wyzwań na 2023 r., z którymi będą musiały się zmierzyć zarządy wielu przedsiębiorstw działających w Polsce należy wskazać na:

1. Wpływ wojny w Ukrainie na wyniki spółek (spadek sprzedaży, odpisy na aktywa),
2. Dynamicznie rosnące koszty energii (prąd, gaz),
3. Rosnące koszty finansowania zewnętrznego (odsetki).

Mieliśmy dużo obawy, jak poradzą sobie spółki z branży AKPiA w 2022 r. w sytuacji **gwałtownej utraty dużych rynków eksportowych na Wschodzie** (przede wszystkim rosyjskiego, ale także innych rynków WNP obsługiwanych via Rosja lub Białoruś). Biorąc pod uwagę uzależnienie wielkości sprzedaży od eksportu w tamtym kierunku, największe ryzyko dotyczyło Aplisensa. W pozostałych przypadkach, udział rynków wschodnich w ostatnich latach malał, przede wszystkim dzięki dynamicznemu zwiększaniu sprzedaży na pozostałe rynki eksportowe.

Zmiana struktury sprzedaży



Źródło: Apator, Aplisens, Sonel, Noble Securities

Dodatkowo istniało **ryzyko odpisów na aktywa** związane z biznesem prowadzonym na Wschodzie, zarówno w zakresie nieściągalnych należności jak i dotyczących posiadanych tam aktywów trwałych lub/i udziałów w spółkach zależnych. W najtrudniejszej sytuacji jest Aplisens, który nie dość, że realizuje relatywnie dużą sprzedaż na Wschód, to posiada zaangażowanie kapitałowe w Rosji i Białorusi.

Stan na 30.09.2022 (tys. Zł)	Apator	Aplisens	Sonel
RAZEM	2 444	8 217	0
<u>Aktyw obrotowe</u>	<u>2 444</u>	<u>1 500</u>	<u>0</u>
- Rosja	1 175	0	0
- Białoruś	0	1 500	0
- Ukraina	1 269	0	0
<u>Akcje, udziały</u>	<u>0</u>	<u>6 717</u>	<u>0</u>
- Rosja	0	6 637	0
- Białoruś	0	80	0

Źródło: Apator, Aplisens, Sonel, Noble Securities

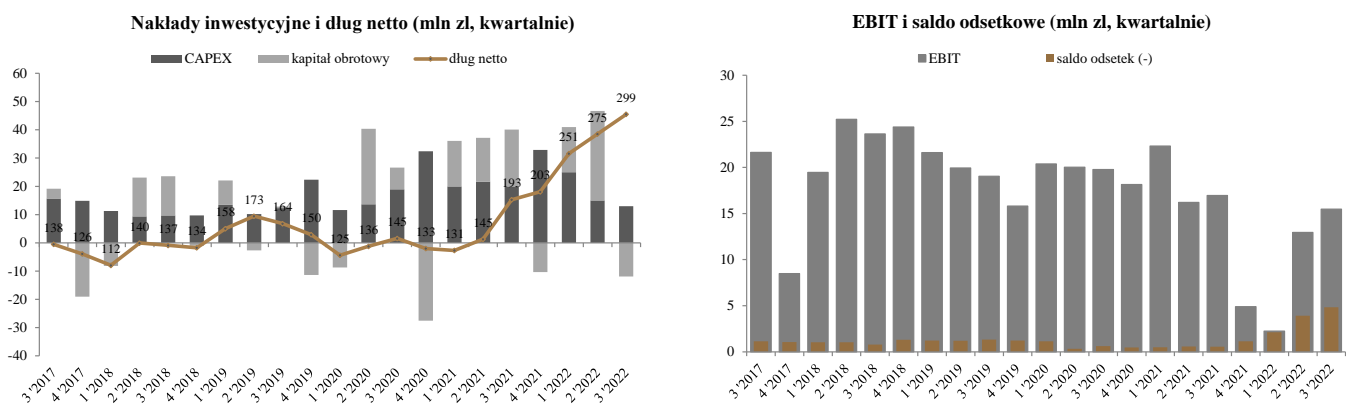
Obawy te nie zostały potwierdzone:

- a) nie doszło do spadku przychodów z rynków wschodnich (Aplisens) lub niższa sprzedaż na te rynki została skompensowana sprzedażą w innych kierunkach (Apator, Sonel),
- b) należności są systematycznie spłacane,
- c) nie pojawiły się również przesłanki do odpisu na aktywa kapitałowe (Aplisens), lub przynajmniej doszło do ich wcześniejszej sprzedaży (Apator).

Kolejnym wyzwaniem były (i będą w jeszcze większym zakresie w kolejnych kwartałach) **rosnące koszty energii**, zarówno prądu jak i gazu. W przypadku spółek z branży AKPiA, charakteryzujących się relatywnie na tle całej gospodarki wysoką rentownością, nie były to dotychczas znaczące pozycje kosztowe. Ich wpływ na przyszłe wyniki również nie powinien być istotny, a w przypadku niektórych podmiotów (np. Aplisens) oczekiwany jest nawet spadek wydatków, co jest związane z polityką uniezależnienia od zewnętrznych dostawców (inwestycje w pompy ciepła oraz własne instalacje OZE).

Ważnym czynnikiem kształtującym końcowy wynik będzie też **poziom kosztów finansowych**, wynikający wprost z sytuacji bilansowej. Nie widzimy zagrożenia z tego tytułu dla wyników Aplisensa oraz Sonela, których zarządy od lat prowadzą bardzo konserwatywną politykę finansową i pomimo realizacji inwestycji i stałych transferów do akcjonariuszy spółki te wciąż posiadają nadwyżki gotówki. Z dużo większymi wyzwaniami będzie musiał mierzyć się Apator – spółka w ostatnich kwartałach znacząco zwiększyła zadłużenie, a apetyt akcjonariuszy na utrzymanie wypłaty dywidendy nie osłabł; dodatkowo spółka liczy na wzrost sprzedaży, co będzie generować zapotrzebowanie na kapitał obrotowy. W przypadku spółki z Torunia rosnące zadłużenie zbiegło się z drastycznym wzrostem kosztów jego obsługi. W efekcie koszty odsetkowe zabierają coraz większą część zysku operacyjnego.

Wzrost kosztów finansowych dużym wyzwaniem dla Apatora

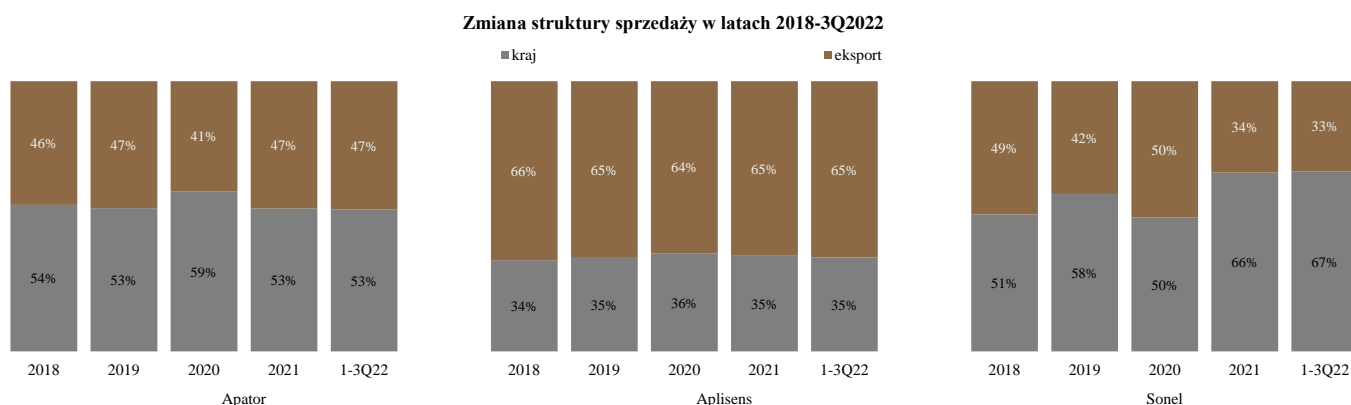


Źródło: Apator, Noble Securities

Szanse: eksport i zaangażowanie w duże projekty infrastrukturalne

Wszystkie trzy opisywane spółki mają wysoki udział sprzedaży eksportowej i długą pozycję walutową. Pomaga to kompensować ewentualne spadki sprzedaży na rynku krajowych poprzez zwiększenie przychodów z innych rynków. Dodatkowo poprawie pozycji konkurencyjnej w eksporcie sprzyjają wysokie kursy walutowe.

Stabilnie wysoki udział eksportu



Źródło: Apator, Aplisens, Sonel, Noble Securities

W dłuższej perspektywie widzimy potencjał do poprawy przychodów dzięki zaangażowaniu w realizację dużych projektów infrastrukturalnych w energetyce. **Aparator ma kompetencje w obszarze sieci elektroenergetycznych** (aparatura łączeniowa, liczniki energii), a inwestycje w rozbudowę infrastruktury przesyłowej i dystrybucyjnej wydają się być jednym z kluczowych elementów transformacji energetycznej w Polsce (mają wspierać rozwój OZE).

Z kolei **Aplisens jako dostawca automatyki dla wytwórców energii** (dostarczał komponenty przy realizacji ostatnich dużych bloków węglowych stawianych w Polsce) powinien być brany pod uwagę przy budowie elektrowni jądrowej. Zważywszy na ilość instalacji wodnych i parowych w każdym bloku EJ, niezbędna jest odpowiednia aparatura pomiarowa. Ważnym atutem Aplisensa są dobre relacje z największymi międzynarodowymi koncernami – generalnymi wykonawcami inwestycji energetycznych. Konieczne może być pozyskanie odpowiednich certyfikatów w tym obszarze (których Aplisens nie posiada), jednak spółka ma doświadczenie w prowadzeniu procesów certyfikacyjnych (ostatnio z powodzeniem zakończyła tego typu działania i pozyskała atesty dla swoich produktów oferowanych na bardzo wymagającym rynku USA i Kanady). Wejście na rynek dużych inwestycji w energetyce jądrowej w dłuższym terminie pozwoliłoby spółce zastąpić kurczącą się sprzedaż do energetyki węglowej. Rynek ten po wielu latach zapaści ma szansę odrodzić się w Europie, a konkurencja nie jest obecnie duża, gdyż znaczna część firm zatraciła wcześniej posiadane kompetencje w tym zakresie.

W przypadku **Sonela szans upatrujemy w rozwoju OZE**, gdyż firma systematycznie buduje portfolio produktów dedykowanych tej grupie odbiorców.

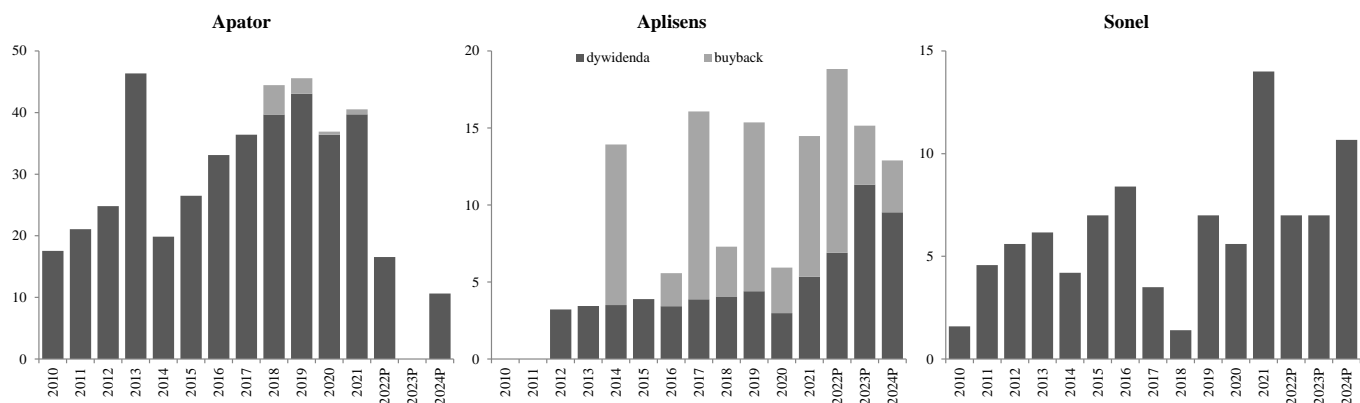
Zadłużenie a transfery do akcjonariuszy

Jak już wcześniej wspominaliśmy, **Aplisens i Sonel** z uwagi na silny cash flow i posiadane nadwyżki finansowe **zachowują zdolność do realizowania transferów do akcjonariuszy** (dywidenda, buyback), a ewentualne pogorszenie wyników wpłynąć może jedynie na wielkość tych transferów.

W przypadku **Aplisensa należy liczyć się z ograniczeniem planów dotyczących skupu akcji własnych** w 2023 r. (do wysokości odpowiadającej zobowiązaniom z programu motywacyjnego, tj. ok. 250 tys. akcji, czyli ok. 4 mln zł vs ok. 12 mln zł w ostatnich latach), jednak powinno to zostać zrekompensowane wyższą dywidendą (liczymy na 1 zł/akcję z zysku za 2022 r.).

Więszym wyzwaniem pozostaje utrzymanie dywidendowego charakteru spółki w przypadku Apatora. Zważywszy na nasze prognozy zysków oraz mając na uwadze inne obciążenia finansowe pogarszające płynność widzimy duże trudności z dochowaniem tych zobowiązań. Bez wyraźnego spadku kapitału obrotowego ewentualna wypłata dywidendy będzie w najbliższych kilku latach prowadziła do zwiększenia zadłużenia z konsekwencjami dla wyników kolejnych okresów.

Aplisens i Sonel powinny zachować dywidendowy charakter

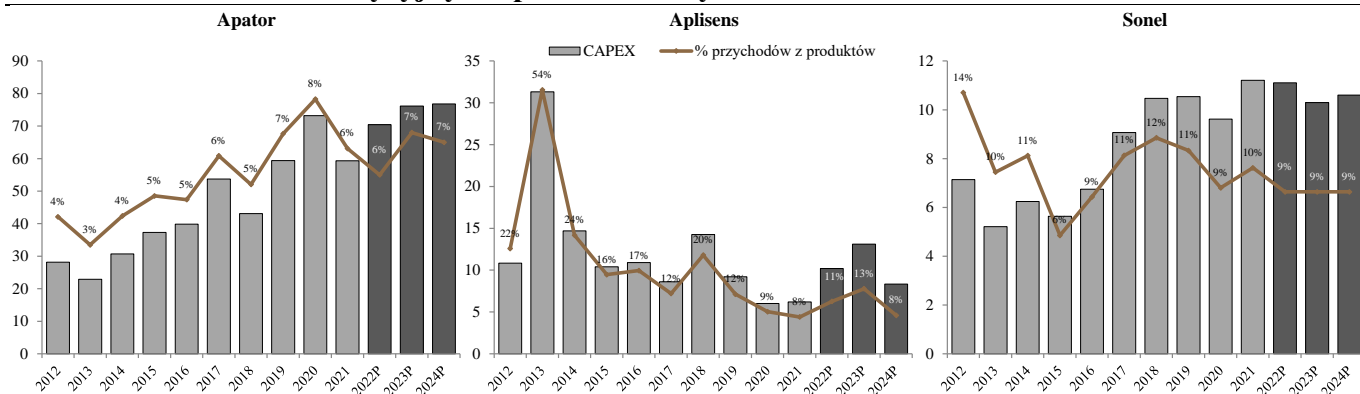


Źródło: Apator, Aplisens, Sonel, Noble Securities

CAPEX, nakłady na R&D, ulga badawczo-rozwojowa

Wysoka innowacyjność branży AKPiA wymaga utrzymywania dużych nakładów inwestycyjnych: przede wszystkim na rozwój nowych produktów (R&D), ale też na unowocześnienie linii produkcyjnych (wydatki na technologie) oraz stopniową automatyzację produkcji.

Wielkość nakładów inwestycyjnych spółek z branży AKPiA



Źródło: Aparator, Aplisens, Sonel, Noble Securities

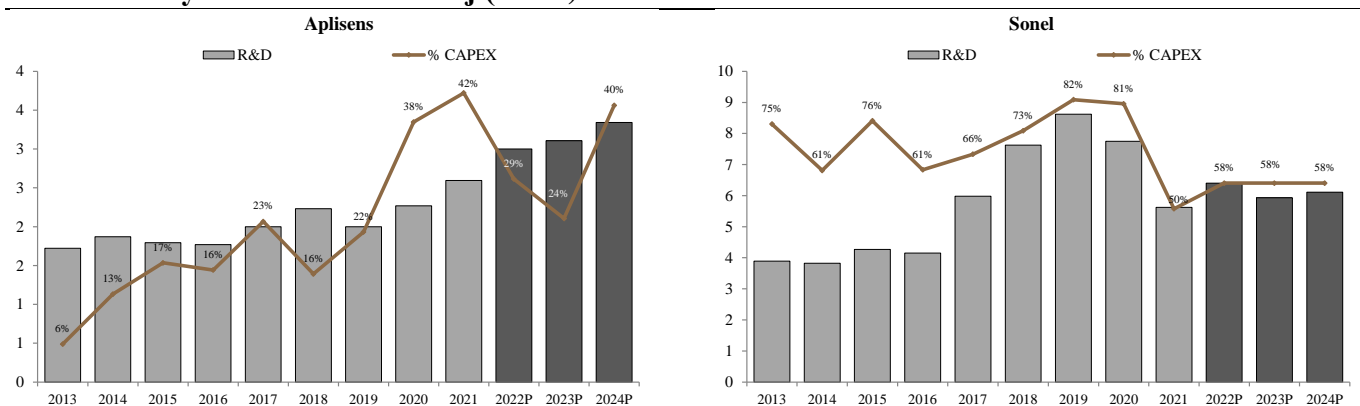
Historycznie patrząc, analizowane w tym raporcie spółki przeznaczały na CAPEX 5-20% rocznych przychodów, z czego duża część szła na R&D.

Spodziewamy się wzrostu CAPEX we wszystkich ww. podmiotach.

W **Aplisensie** po kilku latach niższych wydatków inwestycyjnych (wynikających po części z obaw o perspektywę wzrostu sprzedaży a częściowo z utrudnień w dostawach nowych maszyn i urządzeń), kiedy CAPEX spadł poniżej 10% przychodów jednostkowych ze sprzedaży produktów, prognozujemy zwiększenie wydatków do 10-13% sprzedaży w najbliższych latach. Stałe kwoty (rzędu ok. 3% sprzedaży) przeznaczane były na R&D i tu oczekujemy utrzymania tych proporcji.

W **Sonelu** wydatki inwestycyjne w ostatnich latach stanowiły ok. 10% przychodów z produktów (nie uwzględniamy rosnących przychodów z towarów/liczników, gdyż nie jest to segment sprzedaży rozwijany przez inżynierów Sonela), z czego ok. 80% dotyczyła wydatków na badania i rozwój. Należy jednak zwrócić uwagę, że coraz większa część nakładów alokowana jest w kosztach okresu, a nie aktywowana w bilansie. Gdyby uwzględnić również R&D z kosztów, wydatki inwestycyjne sięgają już 20% przychodów produktowych. W kolejnych latach spodziewamy się wzrostu wydatków inwestycyjnych, z czego coraz większa część będzie uwzględniana bezpośrednio w kosztach, co wynika z możliwości skorzystania z ulgi badawczo-rozwojowej (o czym piszemy w dalszej części raportu).

Duże nakłady na badania i rozwój (R&D)



Źródło: Informacje medialne, Noble Securities

Zgodnie z założeniami zaktualizowanej strategii **Aparator** ma przeznaczać corocznie na inwestycje 5-7% przychodów (średnia z ostatnich 5 lat to ok. 6,5%), co pozwoliłoby utrzymać rentę technologiczną (tj. nie tworzyć zapóźnieni technologicznych wpływających negatywnie na konkurencyjność Aparatora w przyszłości). Oznaczałoby to CAPEX na poziomie 50-100 mln zł rocznie w okresie obowiązywania strategii, czyli średnio ok. 75 mln zł. Choć nie zakładamy tak wysokiej dynamiki wzrostu sprzedaży (tj. do 1,4 mld zł w 2025 r.), to biorąc pod uwagę dane historyczne (CAPEX był jedynym parametrem strategii, który Aparator realizował zgodnie z planem) prawdopodobne jest utrzymanie wydatków na średnim poziomie 75 mln zł co najmniej do 2025 r.; takie też założenia przyjęliśmy w naszych prognozach. Zapowiadane wejście w nowe obszary biznesowe na pewno nie pozwoli zmniejszyć tej kwoty po roku 2025. Zakładamy, że CAPEX w następnych latach będzie wyższy od amortyzacji o ok. 10-20 mln zł, wpływając negatywnie na wielkość środków pieniężnych dostępnych dla akcjonariuszy.

Wszystkie spółki korzystają (lub korzystały) z ulg inwestycyjnych związanych z prowadzeniem działalności w specjalnych strefach ekonomicznych (Aparator - Pomorska SSE, Aplisens – Tarnobrzaska SSE, Sonel – Wałbrzyska SSE).

Firmy, które już zakończyły rozliczanie ulgi inwestycyjnej związanej bezpośrednio z działalnością strefową, a wciąż ponoszą nakłady na R&D, zyskują prawo do rozliczenia ulgi badawczo-rozwojowej (B+R). O zamiarze skorzystania z tego mechanizmu poinformował niedawno Sonel. Spółka uzyskała pozytywną interpretację indywidualną odnośnie ulgi B+R, potwierdzającą możliwość jej stosowania ponieważ charakter prac związanych z badaniem rynku, opracowywaniem nowych produktów oraz z oprogramowaniem nowych i starych konstrukcji, wpisuje się idealnie w przesłanki do stosowania tej ulgi. Jeśli przyjąć, że corocznie na R&D Sonel wydaje nawet 20 mln zł, i tylko połowa z tej kwoty stanowiłaby podstawę do naliczenia ulgi (20% wydatków kwalifikowanych), to spółka mogłaby poprawić wyniki o ok. 2 mln zł rocznie (0,15 zł/akcję). W ostatnich latach korzyści z tytułu ulgi inwestycyjnej (działalność w SSE) wynosiły ok. 1-2 mln zł rocznie, tak więc można byłoby oczekiwać zastąpienia wyczerpanej już ulgi inwestycyjnej innym rodzajem wsparcia. Nie znamy jeszcze dokładnie mechanizmu funkcjonowania nowego typu wsparcia podatkowego, choć są naszym zdaniem podstawy do uwzględnienia jej w prognozach; w modelu przyjęliśmy założenia opisane powyżej.

Aplisens i Aparator wykorzystują jeszcze wsparcie wynikające z prowadzonej działalności w SSE, dlatego przyjęliśmy, że poszukiwanie innych źródeł pomocy publicznej pojawi się w późniejszym terminie.

Apator – niezbędna poprawa bilansu

Prognozujemy, że 2022 r. będzie dla spółki najsłabszym okresem pod względem osiąganych wyników. Poprawa wyników, której oczekujemy od przyszłego roku będzie następowała stopniowo, a dojście do wyników sprzed pandemii zajmie kilka lat. Cele określone w zaktualizowanej Strategii Grupy Apator oceniamy jako bardzo trudne do osiągnięcia. Przyjmując takie założenia oceniamy, iż Apator wciąż wyceniany jest z premią do wartości godziwej. Podtrzymujemy rekomendację REDUKUJ z ceną docelową 12,9 zł.

Stracony rok 2022, szansa na poprawę od 2023 r.

Zgodnie z naszymi przewidywaniami rok 2022 okazał się bardzo wymagający dla Apatora. Spółka ma kłopoty z utrzymaniem wielkości sprzedaży, dużą konkurencją, rosnącymi kosztami komponentów i ich brakami (co wymaga wyższego zaangażowania kapitału obrotowego), przy ograniczonej możliwości przenoszenia wzrostu kosztów na odbiorców. Dodatkowo rosnące koszty obsługi coraz wyższego zadłużenia niwelują efekty prac nad obroną marż. Zakładamy poprawę od 2023 r., a jej zapowiedzią mają być wyraźnie lepsze wyniki 2H2022.

Bardzo ambitne cele zaktualizowanej strategii 2025

Zaktualizowana strategia utrzymuje cele finansowe (1,4 mld zł sprzedaży oraz ok. 200 mln zł EBITDA) przesuwając tylko w czasie termin ich wykonania (obecnie do 2025 r.). Biorąc pod uwagę zakładane dynamiki wzrostu (przychody +50%, EBITDA +75% vs 2021 r.), dość krótki czas przeznaczony na ich realizację (3,5 roku) oraz trudne otoczenie makroekonomiczne (wysokie stopy procentowe i nadchodzące spowolnienie) oceniamy je jako bardzo ambitne i trudne do wykonania.

Zagrożona dywidenda

Apator jest spółką dywidendową i Zarząd zapowiedział utrzymanie takiego charakteru również w przyszłości. Zważywszy na nasze prognozy zysków oraz mając na uwadze inne obciążenia finansowe pogarszające płynność spółki widzimy duże trudności z dochowaniem tych zobowiązań w okresie obowiązywania strategii. Bez wyraźnego spadku kapitału obrotowego ewentualna wypłata dywidendy będzie w najbliższych kilku latach prowadziła do zwiększenia zadłużenia z konsekwencjami dla wyników kolejnych okresów.

Wartość akcji Apatora oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (11,1 zł) oraz porównawczą (11,4/14,6 zł). Cenę docelową w horyzoncie 9-miesięcznym ustaliliśmy na 12,9 zł. Daje to 14-proc. dyskonto do kursu giełdowego. Utrzymujemy rekomendację REDUKUJ.

mln zł	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	878	935	940	1 035	1 120	1 182
EBITDA	126	131	150	88	128	142
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	53	60	61	2	32	46
zysk netto powtarzalny	53	60	34	13	32	46
EPS	1,83	2,06	1,15	0,45	1,11	1,57
DPS	1,10	1,20	0,50	0,00	0,33	0,46
P/E (x)	8,2	7,3	13,0	33,1	13,5	9,5
EV/EBITDA (x)	4,7	4,3	5,5	6,8	5,0	4,1

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities; wskaźniki liczone dla liczby akcji pomniejszonej o akcje własne

Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 6.12.2022 o godz. 16:30. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 6.12.2022 o godz. 16:45.

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLERSKI

REDUKUJ

(Aktualizacja)

Cena bieżąca	15,0 zł
Cena docelowa (9M)	12,9 zł
Potencjał wzrostu	-14%
Kapitalizacja	489 mln zł
Free float	64%
Śr. wolumen 6M	4 430



PROFIL SPÓŁKI

Lider na rynku aparatury pomiarowej w Polsce.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Apator Mining	11,0%
Aviva OFE	10,2%
Mariusz Lewicki	7,1%
Tadeusz Sosgórnik	5,8%
Danuta Guzowska	4,6%
Zbigniew Jaworski	4,4%
Kazimierz Piotrowski	2,5%
Pozostali	53,4%

Źródło: Apator, Noble Securities

Michał Sztabler

Analityk akcji

michal.sztabler@noblesecurities.pl

+48 667 852 196

WYCENA

Aparator notowany jest z premią w relacji do krajowych midcap'ów, jaki i firm z segmentu AKPiA notowanych na GPW. Z kolei dyskonto do podmiotów zagranicznych stało się już regułą. Wycenę porównawczą oparliśmy o wskaźniki dla grupy spółek z branży AKPiA oraz osobno produkcyjne firmy z sektora MidCaps notowane na GPW. Wycena na bazie wskaźników zagranicznych podmiotów służy jedynie ukazaniu potencjału, który kurs Apatora miałby w przypadku zainteresowania ze strony inwestora branżowego.

Podtrzymujemy nasze stanowisko, iż rynek urządzeń pomiarowych – liczników (szczególnie w obszarze energii elektrycznej oraz gazu) staje się coraz bardziej rynkiem towarowym ze wszystkimi konsekwencjami, tj. niskimi cenami jednostkowymi, niskim marżami i niskimi barierami wejścia. Dostrzegamy jednak pewne szanse na poprawę uzyskiwanych cen (możliwość renegotjacji cen, większa skłonność do akceptowania podwyżek w środowisku wysokiej inflacji, korzystne dla eksportera kursy walutowe) oraz wzrost efektywność pozwalającej na redukcję kosztów (efekt skali, robotyzacja produkcji, nowoczesne fabryki). Negatywnie na zyskach ciążyć będą koszty finansowe. Efektem powyższego jest korekta prognoz finansowanych: poprawa na poziomie operacyjnym oraz pogorszenie na poziomie zysku netto. Jesteśmy też bardziej optymistyczni w horyzoncie długoterminowym (stąd podniesiona wycena w modelu DCF), choć celów finansowych zapisanych w zaktualizowanej Strategii Apatora naszym zdaniem nie zrealizuje.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga	Wycena 1 akcji (zł)	poprzednio (zł)	zmiana
Wycena DCF	50%	11,1	9,1	22%
Wycena porównawcza - kraj (AKPiA)	30%	11,4	13,3	-14%
Wycena porównawcza - kraj (midcaps)	20%	14,6	13,5	8%
Wycena porównawcza - zagranica	0%	39,2	31,6	24%
Średnia ważona metod		11,9	11,3	5%
Cena docelowa (9M)		12,9	12,2	6%
Cena aktualna		15,0		
Potencjał		-14%		

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Bazujemy na własnych prognozach wyników skonsolidowanych podanych w niniejszym raporcie.
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na dzień publikacji raportu.
- Dług netto na dzień 31.12.2021 r. w wysokości 203 mln zł.
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 0% (bez zmian).
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 7,0% (poprzednio 6,7%), premia za ryzyko w wysokości 7,2% (poprzednio 5,1%), beta na poziomie 1,0 (bez zmian).
- Liczba akcji skorygowana o akcje własne (3,6 mln szt.).

WYCENA DCF I ANALIZA WRAŻLIWOŚCI

DCF	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży	1 035	1 120	1 182	1 219	1 234	1 250	1 265	1 281	1 297	1 313
NOPAT	26	54	62	72	87	88	89	90	91	92
Amortyzacja	56	61	65	52	39	45	51	49	48	53
Zmiany KON	-30	17	30	-10	-4	-4	-4	-4	-4	-4
CAPEX	-70	-76	-77	-77	-80	-81	-82	-83	-84	-85
FCFF	-18	56	80	37	42	48	53	52	50	56
WACC	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Współczynnik dyskonta	0,99	0,89	0,79	0,71	0,63	0,56	0,50	0,45	0,40	0,36
DFCFF	-18	49	63	26	26	27	27	23	20	20
SUMA DFCFF do 2031	264									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	0%									
Wartość rezydualna na 2031	736									
Zdyskontowana wartość rezydualna	264									
Wartość Firmy (EV)	528									
Dług netto 31.12.2021	203									
Udziałowcy mniejszościowi	4									
Wartość kapitałów własnych	321									
Liczba akcji (w tys.)	29,0									
Wartość na 1 akcję	11,1									

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-2%	-1%	0%	1%	2%
WACC - 1,0%	11,3	12,1	13,1	14,3	15,8
WACC - 0,5%	10,4	11,2	12,0	13,1	14,4
WACC	9,6	10,3	11,1	12,0	13,1
WACC + 0,5%	8,9	9,5	10,2	11,0	12,0
WACC + 1,0%	8,2	8,7	9,4	10,1	11,0

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Premia za ryzyko	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%
Efektywna stopa podatkowa	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Koszt długu	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%
Koszt długu po tarczy	6,80%	6,80%	6,80%	6,80%	6,80%	6,80%	6,80%	6,80%	6,80%	6,80%
Dług netto/EV	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
WACC	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Wycena porównawcza - kraj (AKPiA)	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Aplisens	166	7,1	8,5	8,4	3,8	4,0	3,6
Sonel	136	9,2	9,9	9,0	5,6	5,0	4,3
Mediana		8,1	9,2	8,7	4,7	4,5	3,9
Aparator	489	33,1	13,5	9,5	6,8	5,0	4,1
Premia/dyskonto do średniej		308%	47%	10%	44%	9%	3%
Implikowana wartość godziwa Aparatora		3,7	10,2	13,6	7,9	13,1	14,4
Waga		10%	20%	20%	10%	20%	20%
Implikowana wartość godziwa Aparatora		11,4					
Wycena porównawcza - kraj (midcaps)	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Kęty	5 645	8,6	9,7	9,9	6,8	7,3	6,8
Stalprodukt	1 353	2,9	7,2	10,7	1,6	2,8	3,6
Alumetal	1 133	5,0	6,4	7,7	5,3	5,8	6,4
Śnieżka	770	26,5	15,6	14,2	11,0	9,2	8,9
Forte	522	4,4	7,4	6,2	6,0	6,5	5,8
Newag	693	14,5	9,2	7,5	8,4	7,2	6,6
Amica	644	nd	21,1	8,9	16,3	6,5	4,9
Ferro	486	7,6	6,6	6,0	6,0	5,7	5,3
Mediana		6,3	7,4	7,7	6,0	6,5	5,8
Aparator	489	33,1	13,5	9,5	6,8	5,0	4,1
Premia/dyskonto do średniej		427%	82%	25%	13%	-23%	-30%
Implikowana wartość godziwa Aparatora		2,8	8,2	12,0	12,2	21,6	23,4
Waga		10%	20%	20%	10%	20%	20%
Implikowana wartość godziwa Aparatora		14,6					
Wycena porównawcza - zagranica	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Honeywell	647 547	24,6	23,4	21,1	17,7	16,5	15,4
Schneider Electric	370 757	19,4	18,3	16,6	13,8	13,2	12,3
Emerson	251 383	18,6	23,2	20,3	14,3	17,6	16,8
Fortive	106 246	21,5	20,0	18,1	18,0	16,7	15,4
Yokogawa	21 642	36,8	22,8	19,6	12,4	9,9	8,6
Badger Meter	14 916	50,0	44,7	41,9	28,0	25,9	24,5
Itron	10 872	107,1	34,3	18,7	35,8	19,4	11,7
ESCO	10 830	29,8	25,8	nd	15,9	13,9	nd
Vaisala Oyj	7 113	29,0	25,1	22,5	16,9	15,9	14,8
NEDAP	1 745	17,8	15,9	13,6	10,7	9,8	9,1
Phoenix Mecano	1 592	12,2	11,0	8,5	6,5	6,2	5,8
Schaffner Holding	867	17,2	17,9	13,3	7,2	6,7	6,2
Mediana		23,1	23,0	18,7	15,1	14,9	12,3
Aparator	489	33,1	13,5	9,5	6,8	5,0	4,1
Premia/dyskonto do średniej		44%	-41%	-49%	-55%	-67%	-67%
Implikowana wartość godziwa Aparatora		10,4	25,5	29,3	43,5	58,8	55,4
Waga		10%	20%	20%	10%	20%	20%
Implikowana wartość godziwa Aparatora		39,2					

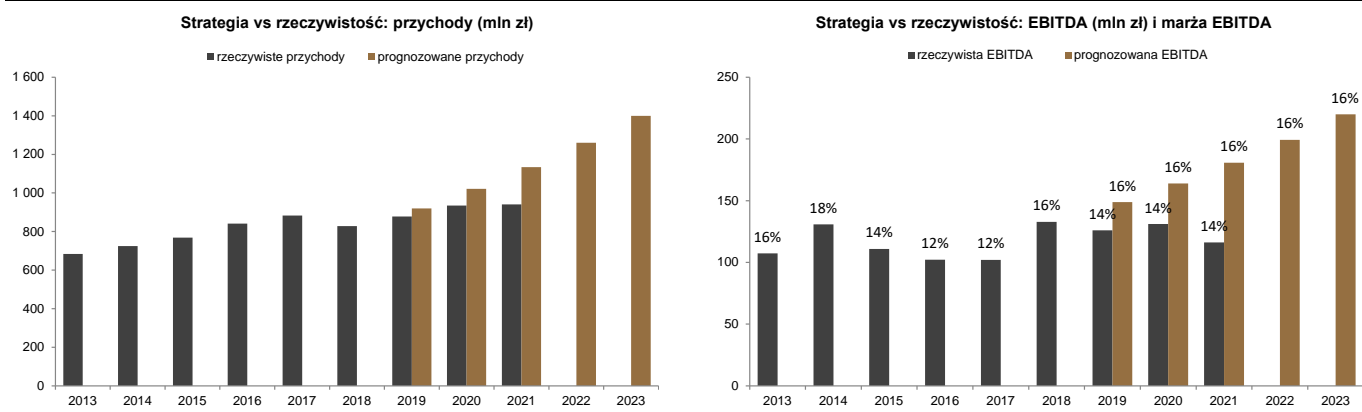
Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 6.12.2022 r. godz. 13:06

AKTUALIZACJA STRATEGII

Zarząd Apatora zdecydował o wydłużeniu okresu obowiązywania celów zapisanych w Strategii rozwoju przy utrzymaniu parametrów finansowych.

Strategia spółki opublikowana w pod koniec 2018 r. dotyczyła lat 2019-23. Zakładała ona osiągnięcie w 2023 r. przychodów na poziomie 1,4 mld zł oraz 220 mln zł EBITDA, przy wydatkach inwestycyjnych (CAPEX) szacowanych na 380 mln zł. Punktem wyjścia były wyniki 2018 r.: 877,5 mln zł przychodów i 130 mln zł EBITDA. Strategia zakładała więc średnioroczne tempo wzrostu (CAGR) sprzedaży jak i EBITDA w wysokości ok. 11% i utrzymanie marży EBITDA na poziomie ok. 16%.

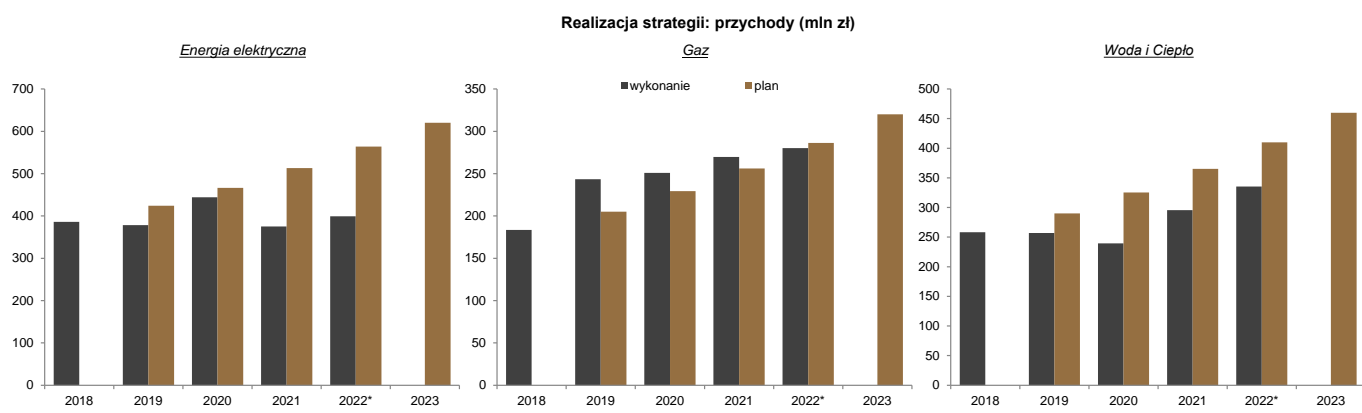
Brak oczekiwanego wzrostu



Źródło: Apator, Noble Securities

Już w momencie publikacji Strategii wskazywaliśmy na bardzo ambitnie ustawione cele. Szczególnie założenie o wzroście przychodów do 1,4 mld zł (CAGR=11%) było wyjątkowo trudno zrealizować zważywszy na dane historyczne (CAGR₂₀₁₃₋₁₈ =4%, największy wzrost roczny 9%) oraz coraz trudniejszą sytuację na rynku liczników (rosnącą konkurencję i erozję cen). Marża EBITDA na poziomie 16% też wydawała się celem mało realnym, gdyż w ostatnich kilku latach poprzedzających publikację Strategii mieliśmy do czynienia ze spadkiem rentowności. Rzeczywistość okazała się jeszcze trudniejsza, gdyż na rosnącą konkurencyjność na rynku nałożyła się pandemia COVID (2020 r.), problemy z dostępnością i cenami komponentów do produkcji (2021 r.), a na koniec skutki wojny w Ukrainie (2022 r.).

Tylko w segmencie gazu strategia była realizowana



* wykonanie roku 2022 na podstawie LTM

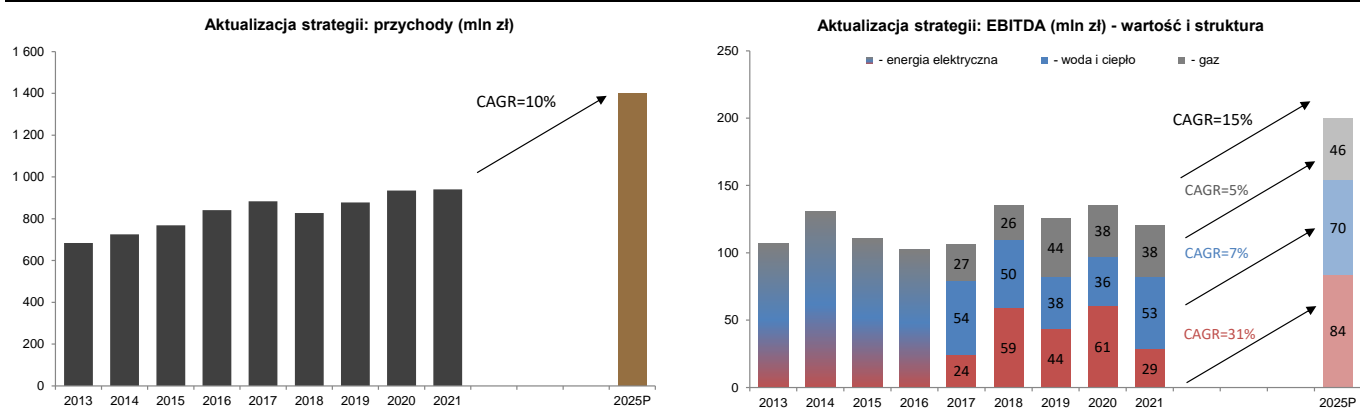
Źródło: Apator, Noble Securities

Jednocześnie plany dotyczące wydatków inwestycyjnych były realizowane na zbliżonym do zakładanego poziomie. W całym 5-letnim okresie objętym Strategią planowano CAPEX na poziomie 380 mln zł, co dawało średnioroczną wartość 70-75 mln zł. Po 3,5 roku realizacji Strategii (70% czasu) CAPEX

wyniósł ok. 270 mln zł (również ok. 70%). Oznacza to, że inwestycje realizowane są zgodnie z planem, natomiast efekty tych inwestycji nie prowadziły (jak dotychczas) do zakładanego wzrostu wyników.

Zważywszy, iż część czynników utrudniających wykonanie celów Strategii 2018-23 miała charakter zewnętrzny, Apator zdecydował o przesunięciu terminu wykonania celów finansowych o 2 lata. Niektóre cele są mniej ambitne: EBITDA ok. 200 mln zł vs 220 zapisane w pierwotnej wersji Strategii. Biorąc za punkt odniesienia wyniki roku 2021, oznaczają zwiększenie przychodów o ok. 50% ($CAGR_{2022-25}=10\%$) i EBITDA o ok. 75% ($CAGR_{2022-25}=15\%$). Planowane inwestycje mają wynieść 5-7% prognozowanych przychodów (średnio ok. 75 mln zł rocznie). Dodatkowo założono poprawę konwersji OCF (przepływów gotówkowych z działalności operacyjnej) do EBITDA oraz redukcję wskaźnika DN/EBITDA poniżej 2x (co i tak oznaczałoby ok. 400 mln zł zadłużenia netto przy EBITDA w okolicach 200 mln zł; obecnie DN=300 mln zł).

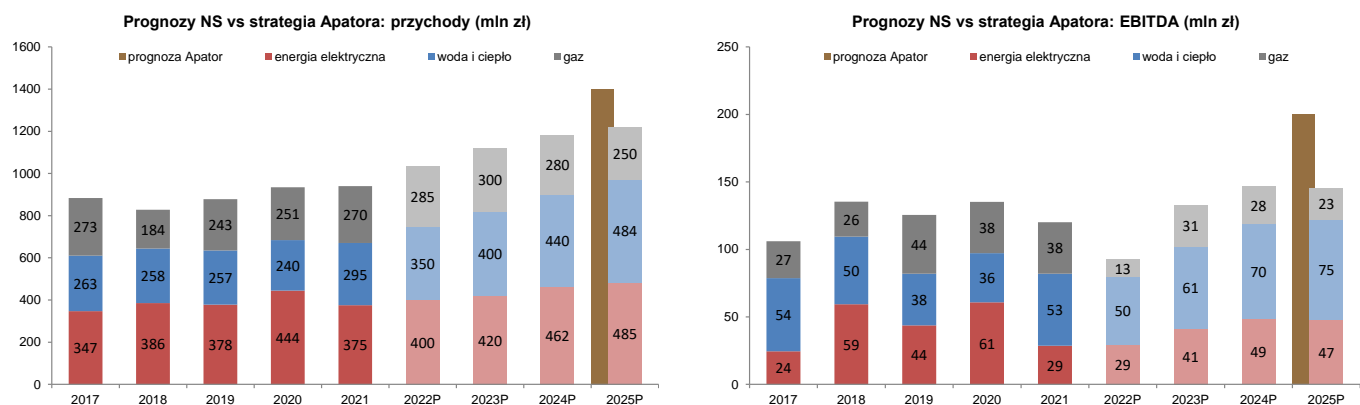
Zaktualizowane cele finansowe równie ambitne jak w momencie publikacji pierwotnego dokumentu



Źródło: Apator, Noble Securities, P – prognoza Apator

W naszych prognozach jesteśmy bardziej ostrożni w kwestii tempa poprawy wyników finansowych do roku 2025 (na przychodach $CAGR_{2022-25}=7,5\%$). Historyczne dokonania Apatora studzą nasz entuzjazm, a otoczenie makroekonomiczne raczej nie będzie sprzyjało dynamicznym wzrostom sprzedaży i zysków. Zdecydowanie lepsze perspektywy wg nas ma segment Wody i Ciepła (WiC), natomiast dwa pozostałe obszary biznesowe pozostaną pod presją (choć nieco niższą niż w ostatnich latach) rosnących kosztów i wysokiej konkurencji.

Bardziej ostrożne prognozy NS



Źródło: Apator, Noble Securities, P – prognoza Noble Securities

Argumenty przemawiające za wykonaniem założeń zaktualizowanej strategii:

- + inflacja skutkująca wzrostem sprzedaży niezależnie od wolumenu (wg zarządu czynnik inflacyjny nie był uwzględniony przy aktualizacji celów finansowych),
- + przyspieszający proces wymiany liczników energii elektrycznej i wynikające z tego zwiększenie sprzedaży tzw. liczników inteligentnych (smart) kosztem liczników komunalnych (wyższy wolumen oraz cena 3-krotnie wyższa),
- + zaoferowanie własnych modułów komunikacyjnych do liczników smart pozwalające zachować większą część marży w Grupie (dotychczas moduły komunikacyjne były pozyskiwane od zewnętrznych dostawców),
- + zmiana warunków umów na dostawy liczników pozwalająca na renegocjacje cen w uzasadnionych przypadkach,
- + nowe rynki (energetyka rozproszona, e-mobility, magazyny energii, HVAC – ciepło, wentylacja, klimatyzacja),
- + poprawa efektywności wynikająca unowocześnienia bazy produkcyjnej (nowa fabryka Apator Powogaz) oraz efektu skali (Apator – liczniki ee, Powogaz – wodomierze),
- + wykorzystanie przewagi konkurencyjnej Apatora w zakresie własnego silnego zespołu R&D.

Czynniki utrudniające wykonanie założeń strategii:

- możliwy spadek udziałów na rynku liczników energii elektrycznej na skutek agresywnych działań konkurencji (głównie chińskiej) – niemożność skompensowania utraconych przychodów z liczników tradycyjnych przez liczniki smart
- wskazywana przez Apator jako ryzyko zmiana na rynku gazu w Europie skutkująca zmniejszeniem zapotrzebowania na gazomierze (choć zapewne nie w okresie obowiązywania Strategii),
- utrzymująca się presja kosztowa (komponenty, energia elektryczna, koszty pracy) przy towarowym charakterze rynku liczników EE i gazu (niskie ceny i marże jednostkowe, niskie bariery wejścia)
- historycznie spółka nie osiągała tak wysokiej dynamiki wzrostu przychodów (CAGR2022-25 =10% vs CAGR2016-19 =3%; w porównaniu nie uwzględniliśmy lat 2020-21 z uwagi na ich specyficzny charakter: pandemia, wojna w Ukrainie).

ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ I ŁAD KORPORACYJNY (ESG)

Spółki produkcyjne Grupy Apator dążą do efektywnego gospodarowania zasobami, surowcami i mediami użytkowymi oraz do minimalizowania negatywnego wpływu swojej działalności na środowisko. Apator stosuje i wdraża nowe technologie oraz procesy zoptymalizowane pod względem zużycia surowców i mediów, a także ilości zanieczyszczeń i odpadów. Z drugiej strony Apator jest dostawcą nowoczesnych rozwiązań w zakresie pomiaru mediów (energii elektrycznej, gazu, wody i ciepła), co docelowo ma pomagać w optymalnym nimi gospodarowaniu.

CSR w Grupie Apator traktowany jest jako element wspierający strategię biznesową, obejmuje działania i programy długofalowe, a jego celem jest tworzenie nowych możliwości biznesowych, nowych rynków i wzmocnianie pozycji konkurencyjnej. Apator organizuje szkolenia dla pracowników (w 2020 r. programy szkoleniowe były częściowo wstrzymane ze względu na pandemię), angażuje się w promocję zdrowia i aktywności fizycznej, aktywnie współpracuje ze szkołami ponadpodstawowymi (HR) oraz uczelniami wyższymi (HR, R&D).

Apator SA, jako spółka koordynująca działalność grupy kapitałowej i notowana na GPW, zobowiązała się do przestrzegania zasad ładu korporacyjnego, które ujęte zostały w zbiorze „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016”. Apator stosuje wszystkie zasady szczegółowe w/w Dobrych Praktyk.

ZMIANA PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH

mln zł	2019	2020	2021	2022P nowa	2022P stara	zmiana	2023P nowa	2023P stara	zmiana	2024P nowa	2024P stara	zmiana
Przychody	877,6	934,9	940,1	1 035,0	974,0	6%	1 120,0	1 028,7	9%	1 182,0	1 075,8	10%
energia elektryczna	378,1	444,3	375,2	400,0	375,0	7%	420,0	393,6	7%	462,0	401,5	15%
gaz	243,5	251,0	269,7	285,0	285,5	0%	300,0	302,3	-1%	280,0	308,4	-9%
woda i ciepło	256,8	239,6	295,4	350,0	313,5	12%	400,0	332,7	20%	440,0	365,9	20%
Zysk brutto na sprzedaży	237,8	238,9	214,1	218,0	209,2	4%	249,6	229,2	9%	270,2	242,6	11%
EBITDA	126,0	131,1	150,0	88,5	101,1	-12%	128,4	119,1	8%	142,3	129,4	10%
energia elektryczna	48,3	60,8	28,7	29,4	14,5	102%	40,8	26,1	56%	48,7	28,5	71%
gaz	43,7	38,0	38,2	13,2	37,6	-65%	30,5	40,2	-24%	28,1	40,6	-31%
woda i ciepło	38,3	36,5	87,4	50,2	52,9	-5%	61,4	56,8	8%	69,8	64,3	9%
EBITDA skor.	126,0	131,1	115,9	99,4	101,1	-2%	128,4	119,1	8%	142,3	129,4	10%
Amortyzacja	49,6	52,5	55,8	55,8	59,7	-7%	60,9	63,6	-4%	65,4	66,6	-2%
EBIT	76,4	78,6	94,2	32,7	41,4	-21%	67,5	55,5	22%	76,9	62,8	22%
Działalność finansowa	-2,5	3,3	-9,6	-22,9	-4,1	461%	-20,6	-3,7	455%	-13,2	-3,1	321%
Zysk netto	53,4	60,2	61,2	2,2	24,6	-91%	32,2	36,3	-11%	45,6	42,7	7%
Zysk netto skor.	53,4	60,2	33,6	13,1	24,6	-47%	32,2	36,3	-11%	45,6	42,7	7%
Inwestycje i akwizycje	59,4	75,9	66,4	70,4	60,0	17%	76,2	50,4	51%	76,8	54,4	41%
Dług netto	150,4	132,2	202,7	240,7	188,6	28%	203,2	156,2	30%	143,4	105,0	37%
P/E	8,2	7,3	13,0	33,1	17,8		13,5	12,1		9,5	10,3	
EV/EBITDA	4,7	4,3	5,5	6,8	6,2		5,0	5,0		4,1	4,2	

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

Rachunek zysków i strat	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	878	935	940	1 035	1 120	1 182
Zysk brutto na sprzedaży	238	239	214	218	250	270
Koszty sprzedaży	40	32	37	42	46	48
Koszty ogólnego zarządu	123	126	129	133	137	145
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	2	-2	45	-11	0	0
EBIT	76	79	94	33	68	77
Koszty i przychody finansowe netto	-3	3	-10	-23	-21	-13
Zysk przed opodatkowaniem	74	82	85	10	47	64
Podatek dochodowy	19	20	22	6	13	17
Zysk netto przyp. akc. jedn. dominującej	53	60	61	2	32	46
Zysk netto powtarzalny	53	60	34	13	32	46
Amortyzacja	50	53	56	56	61	65
EBITDA skor.	126	131	116	99	128	142

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

Bilans	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Aktywa	888	875	997	1 016	1 021	1 004
Aktywa trwałe	435	456	498	502	522	537
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	266	291	333	357	381	402
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	124	126	126	126	126	126
Inne aktywa trwałe	45	40	39	19	15	9
Aktywa obrotowe	404	377	463	488	482	459
Zapasy	152	155	238	255	230	194
Należności	182	164	181	198	215	227
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	65	53	38	28	31	32
Inne aktywa obrotowe (np. instr. pochodne)	5	4	6	6	6	6
Pasywa	888	875	996	1 016	1 021	1 004
Kapitał własny razem	493	517	550	536	568	603
Zobowiązania długookresowe	58	47	72	63	55	52
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	16	4	38	38	38	38
Inne	42	42	34	25	16	14
Zobowiązania krótkookresowe	337	311	374	417	399	349
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	139	125	173	211	184	135
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	87	74	94	99	107	113
Inne	111	112	107	107	107	101

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

Rachunek przepływów pieniężnych	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Zysk netto przed opodatkowaniem	74	82	85	10	47	64
Amortyzacja	50	53	56	56	61	65
Zmiana kapitału obrotowego	-17	1	83	30	-17	-30
Zapłacony podatek dochodowy	-17	-16	-19	2	-5	-9
CF operacyjny	121	125	30	38	120	150
CAPEX	-59	-73	-59	-70	-76	-77
Inwestycje kapitałowe	0	-3	-7	0	0	0
Dezinvestycje i inne	1	2	3	4	5	6
CF inwestycyjny	-52	-60	-66	-70	-76	-77
Ruchy na kapitale akcyjnym	-3	0	-1	0	0	0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	-8	-23	78	29	-35	-58
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-40	-33	-22	-17	0	-11
CF finansowy	-64	-70	44	12	-35	-69
CF	5	-5	8	-20	8	5
Stan środków pieniężnych na początek okresu	29	34	29	37	17	25
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	34	29	37	17	25	30

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

Wybrane wskaźniki	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
marża EBITDA skor.	14,4%	14,0%	12,3%	9,6%	11,5%	12,0%
marża EBIT skor.	8,7%	8,4%	6,4%	4,2%	6,0%	6,5%
marża netto skor.	6,1%	6,4%	3,6%	1,3%	2,9%	3,9%
Dług netto	150	132	203	241	203	143
Dług netto/EBITDA	1,2	1,0	1,7	2,4	1,6	1,0
Liczba akcji	32,9	32,8	32,8	32,6	32,6	32,6
Dywidenda na akcję	1,10	1,20	0,50	0,00	0,33	0,46
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

Roczne stopy wzrostu	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody	6%	7%	1%	10%	8%	6%
EBITDA skor.	-5%	4%	-12%	-14%	29%	11%
EBIT skor.	-16%	3%	-23%	-27%	55%	14%
Zysk netto skor.	-21%	13%	-44%	-61%	145%	42%

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

Aplisens – silny bilans i dywidenda

Nie sprawdziły się nasze obawy, że Aplisens, z uwagi na wysokie zaangażowanie na rynkach wschodnich, najbardziej spośród spółek AKPiA doświadczy skutków wojny w Ukrainie. Spółka bardzo dobrze poradziła sobie w nowej rzeczywistości, a mijający rok zapowiada się jako najlepszy w całej historii spółki. Choć prognozujemy lekkie pogorszenie wyników w przyszłym roku, to dalsza dywersyfikacja kierunków sprzedaży i wciąż silny bilans dają nadzieję na przejście „suchą stopą” przez zawirowania gospodarcze i utrzymanie transferów do akcjonariuszy. Wartość akcji podnieśliśmy do 18,3 zł, co daje 27-proc. potencjał wzrostu.

Historyczne rekordy wyników w 2022 r.

Aplisens wyjątkowo dobrze poradził sobie z zawirowaniami geopolitycznymi i lokalnymi utrudnieniami, osiągając duże wzrosty zarówno na poziomie sprzedaży jak i zysków. Choć Zarząd spółki chłodzi oczekiwania na następne kwartały, uważamy że ewentualne pogorszenie wyników nie będzie głębokie i od 2024 r. Aplisens powróci na ścieżkę wzrostową. Duże nadzieje wiążemy z ekspansją na nowe rynki, w tym przede wszystkim wejście do USA.

Silny bilans to bezpieczeństwo biznesu w trudnych czasach

Brak zadłużenia i finansowanie rozwoju tylko przy pomocy środków własnych jest wizytówką Aplisensa. Uważamy, że posiadane nadwyżki gotówkowe gwarantują bezpieczeństwo płynności nawet przy pogorszeniu koniunktury i spadku przychodów.

Utrzymanie polityki transferu zysków do akcjonariuszy

Zakładamy utrzymanie transferów do akcjonariuszy pomimo prognozowanego spadku zysków. Oczekujemy wzrostu dywidendy w 2023 r., co zrekompensuje brak buybacku w przyszłym roku.

Ryzyka dla naszej wyceny i rekomendacji

Wśród głównych ryzyk, jakie widzimy dla naszych prognoz jest spadek przychodów w kraju oraz z eksportu na rynki WNP, którego nie dałoby się skompensować wzrostem na innych rynkach. Dodatkowo dalsze zaostrzenie konfliktu na Wschodzie może skutkować odpisami na aktywa. Ryzykiem jest także wzrost kosztów wytworzenia trwale obniżający uzyskiwane marże. Dużym wyzwaniem jest ekspansja na trudny rynek USA, gdzie koszty wejścia są wysokie, a konkurencja bardzo duża.

Wartość akcji Aplisensa oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (16,1 zł) oraz porównawczą (20,4 zł), co po zważeniu powyższych wycen pozwoliło nam wyznaczyć wartość bieżącą na 18,3 zł.

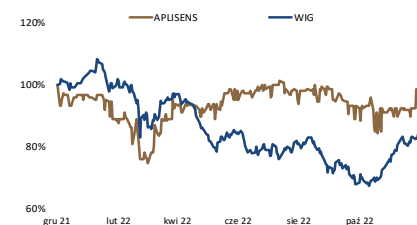
mln zł	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	118,5	108,0	121,4	143,5	138,4	148,3
EBITDA	25,1	25,0	28,9	37,2	31,5	33,9
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	14,1	12,6	17,2	23,4	18,4	18,7
EPS (zł)	1,12	1,06	1,45	2,03	1,69	1,72
DPS (zł)	0,25	0,45	0,60	0,98	0,85	0,85
P/E (x)	12,9	13,6	9,9	7,1	8,5	8,4
EV/EBITDA (x)	6,8	5,7	4,9	3,8	4,0	3,6

Źródło: Aplisens, P - prognozy Noble Securities, zyski skorygowane o zdarzenia jednorazowe

Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 6.12.2022 o godz. 16:30. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 6.12.2022 o godz. 16:45.



Kurs akcji	14,4 zł
Wycena	18,3 zł
Potencjał wzrostu	27%
Kapitalizacja	171 mln zł
Free float	25%
Śr. wolumen 6M	364



PROFIL SPÓŁKI

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

STRUKTURA AKCJONARIATU

Adam Żurawski	22,2%
Mirosław Dawidonis	12,9%
Janusz Szewczyk	10,4%
Mirosław Karczmarczyk	9,9%
Dorota Zubkow	7,2%
Andrzej Kobiałka	5,5%
Akcje własne	7,2%
Pozostali	24,8%

Źródło: Aplisens, Noble Securities

Michał Sztabler

Analitik akcji

michal.sztabler@noblescurities.pl

+48 667 852 196

WYCENA

Wartość jednej akcji Aplisens SA wyliczyliśmy jako średnią z wyceny porównawczej (uwzględniliśmy wskaźniki dla okresu prognozy 2022-24) oraz DCF. **Na tej podstawie wyznaczyliśmy bieżącą wartość akcji na 18,3 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 zostały wyłączone z wyceny i podane jedynie dla celów poglądowych. Podwyższenie wyceny względem naszego poprzedniego raportu z czerwca 2022 r. wynika zarówno z aktualizacji prognoz jak i zmiany parametrów modelu DCF i wskaźników dla grupy porównawczej. Liczymy, że w 2023 r. inwestorzy z większym zainteresowaniem będą podchodzili do spółek o wysokiej wartości wewnętrznej, bezpiecznej sytuacji finansowej i stabilnej polityce dywidendowej.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	poprzednio (zł)	zmiana
Wycena DCF	50%	16,1	15,3	5%
Wycena porównawcza - kraj	50%	20,4	16,7	22%
Wycena porównawcza - zagranica	0%	46,4	32,1	45%
Wycena bieżąca		18,3	16,0	14%
Kurs giełdowy aktualny		14,4		
Potencjał		27%		

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Bazujemy na własnych prognozach wyników skonsolidowanych podanych w niniejszym raporcie.
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na dzień publikacji raportu.
- Gotówka netto na dzień 31.12.2021 w wysokości 29 mln zł.
- Efektywna stopa podatkowa 13% w latach 2022-2023 (ulga podatkowa), potem 19%.
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 0% (bez zmian).
- Udział kapitału własnego w finansowaniu aktywów 100% (konserwatywna polityka finansowa zarządu).
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 7,0% (poprzednio 6,7%), premia za ryzyko w wysokości 7,2% (poprzednio 5,1%), beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

WYCENA DCF I ANALIZA WRAŻLIWOŚCI

DCF	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży	144	138	148	161	165	170	174	178	183	187
NOPAT	26	20	20	23	24	24	24	25	26	27
Amortyzacja	8	9	9	9	10	7	7	7	7	8
Zmiany KON	-10	2	-4	-6	-2	-2	-2	-2	-2	-3
CAPEX	-10	-13	-8	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9
FCFF	14	18	16	17	23	21	21	21	22	22
WACC	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%
Współczynnik dyskonta	0,99	0,87	0,76	0,67	0,58	0,51	0,45	0,39	0,34	0,30
DFCF	14	15	13	11	13	11	9	8	7	7
SUMA DFCF do 2031	109									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	0%									
Wartość rezydualna na 2031	170									
Zdyskontowana wartość rezydualna	51									
Wartość Firmy (EV)	160									
Dług netto 31.12.2021	-29									
Udziałowcy mniejszościowi	3									
Wartość kapitałów własnych	186									
Liczba akcji (w tys.)	11,5									
Wartość na 1 akcję	16,1									

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

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Premia za ryzyko	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%
Efektywna stopa podatkowa	11,5%	8,9%	12,5%	13,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Koszt długu po tarczy	7,0%	7,19%	6,90%	6,86%	6,39%	6,39%	6,39%	6,39%	6,39%	6,39%
Dług netto/EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Spółki krajowe	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Aparator	489	33,1	13,5	9,5	6,8	5,0	4,1
Sonel	136	9,2	9,9	9,0	5,6	5,0	4,3
Mediana		21,2	11,7	9,3	6,2	5,0	4,2
Aplisens	171	11,9	9,9	7,1	5,7	4,9	3,8
Premia/dyskonto do średniej (%)		-44%	-15%	-24%	-8%	-2%	-9%
Implikowana wartość godziwa Aplisens		43,0	19,8	15,9	22,2	17,2	16,4
Implikowana wartość godziwa Aplisens				20,4			
Spółki zagraniczne	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Honeywell	647 547	24,6	23,4	21,1	17,7	16,5	15,4
Emerson	251 383	18,6	23,2	20,3	14,3	17,6	16,8
Yokogawa	21 642	36,8	22,8	19,6	12,4	9,9	8,6
Itron	10 872	107,1	34,3	18,7	35,8	19,4	11,7
ESCO	10 830	29,8	25,8	nd	15,9	13,9	nd
Badger Meter	14 916	50,0	44,7	41,9	28,0	25,9	24,5
Vaisala Oyj	7 113	29,0	25,1	22,5	16,9	15,9	14,8
Phoenix Mecano	1 592	12,2	11,0	8,5	6,5	6,2	5,8
Mediana		29,4	24,3	20,3	16,4	16,2	14,8
Aplisens	171	11,9	9,9	7,1	5,7	4,9	3,8
Premia/dyskonto do średniej (%)		-60%	-59%	-65%	-65%	-70%	-74%
Implikowana wartość godziwa Aplisens		59,7	41,0	34,8	55,3	49,6	49,1
Implikowana wartość godziwa Aplisens				46,4			

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 6.12.2022 r. godz. 13:06

WYNIKI 3Q2022: Rekordowe poziomy

Wyniki 3Q2022 oceniamy jako bardzo dobre (wzrost przychodów na wszystkich rynkach, bardzo wysoka marża), pomimo perturbacji powodowanych wojną w Ukrainie. Spółka umiejętnie wykorzystwała sprzyjające warunki, jakie eksporterom dawał wysoki kurs EUR i USD. Poza tym stały wzrost sprzedaży pozwala osiągać efekty skali i poprawiać efektywność. Aplisens szybko dostosował się do warunków inflacyjnych na bieżąco aktualizując cenniki. Do produkcji wykorzystywane były jeszcze zapasy materiałów zakupionych po niższych cenach, co dodatkowo podnosiło rentowność sprzedaży.

Przychody wzrosły aż o 31% r/r, co było 3. najwyższym wynikiem w kilkunastoletniej giełdowej historii spółki. Udało się tym samym utrzymać pozytywny trend z I i II kwartału, przy wyższej niż przed rokiem marży. Pozostałe saldo operacyjne jak i saldo finansowe nie miało istotnego wpływu na wynik końcowy. CF operacyjny był dodatni, jednak wyraźnie niższy niż przed rokiem (dalszy wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy). CAPEX wzrósł do 3,4 mln zł, narastająco ok. 7,5 mln zł (ok. 90% planu na 2022 r.). Sytuacja gotówkowa pozostaje ultra bezpieczna (18 mln zł gotówki netto). W III kwartale nastąpił znaczący spadek poziomu wolnych środków finansowych (Aplisens praktycznie nie ma zadłużenia odsetkowego), będący konsekwencją transferu środków do akcjonariuszy: ok. 7 mln zł dywidendy i 12 mln zł buybacku.

Wybrane dane finansowe (mln zł)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	r/r	LTM	r/r	% progn. NS
Przychody	32,2	31,8	29,9	35,8	42,0	30,6%	139,5	14,9%	75%
Zysk brutto na sprzedaży	11,8	10,7	11,9	14,4	16,7	41,5%	53,7	22,6%	77%
rentowność	37%	34%	40%	40%	40%		38%		
Koszty sprzedaży + zarządu	5,7	6,4	5,8	6,4	6,9	20,0%	25,5	15,3%	72%
% sprzedaży	18%	20%	19%	18%	16%		18%		
Saldo pozostałej działalności oper.	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	81,8%	-0,2	190%	
EBIT	6,1	4,1	6,0	7,9	9,9	61,9%	28,0	29,4%	81%
rentowność	19%	13%	20%	22%	23%		20%		
EBITDA	7,9	5,9	7,8	9,8	11,7	47,6%	35,2	21,8%	79%
rentowność	25%	19%	26%	27%	28%		25%		
amortyzacja	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	-0,3%	7,2	-1,0%	69%
Saldo działalności finansowej	0,2	-0,4	-0,3	-0,5	0,3		-0,9		
Zysk netto	4,9	3,2	4,7	6,1	8,1	65,3%	22,1	28,4%	81%
rentowność	15%	10%	16%	17%	19%		16%		
Zysk netto powtarzalny	4,9	3,2	4,7	6,1	8,1	65,3%	22,1	28,4%	81%
rentowność	15%	10%	16%	17%	19%		16%		
Dług netto	-35,2	-28,7	-29,5	-33,7	-17,7	-49,6%	-33,7	-0,1%	74%
Oper. CF	8,0	4,7	1,4	7,3	6,2	-23,3%	19,6	-6,1%	64%
CAPEX	1,3	1,6	1,5	2,7	3,4	159,1%	9,2	58,6%	75%
P/E	9,5	9,9	9,4	9,0	7,6		7,6		
EV/EBITDA	4,6	4,9	4,6	4,3	4,2		4,2		

Źródło: Aplisens, P - prognozy Noble Securities

ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ I ŁAD KORPORACYJNY (ESG)

W obszarze swojego działania firmy z GK Aplisens nie prowadzą działalności zagrażającej środowisku naturalnemu. Produkcja urządzeń nie jest związana z niebezpiecznymi technologiami lub surowcami.

W niewielkim obszarze podlegającym przepisom o ochronie środowiska naturalnego Aplisens SA jak i spółki zależne stosują się do lokalnych regulacji w tym zakresie. W ramach „zielonych inwestycji” spółka korzysta z paneli fotowoltaicznych zainstalowanych w zakładzie w Warszawie i Radomiu i planuje kolejne inwestycje.

Aplisens jest mało aktywny w sferze działań prospołecznych. Spółka nie prowadzi działalności sponsoringowej, charytatywnej lub innej o zbliżonym charakterze.

ZMIANA PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH

mln zł	2019	2020	2021	2022P	2022P	zmiana	2023P	2023P	zmiana	2024P	2024P	zmiana
				nowa	stara		nowa	stara		nowa	stara	
Przychody	118,5	108,0	121,4	143,5	114,0	26%	138,4	114,7	21%	148,3	129,0	15%
rynek krajowy	41,0	39,2	43,0	49,4	46,1	7%	49,9	50,2	-1%	51,4	52,5	-2%
rynek WNP	44,4	38,5	37,6	45,1	19,4	132%	36,1	10,6	239%	37,9	13,4	183%
rynek UE	26,4	23,9	31,5	37,8	37,6	1%	38,9	40,8	-5%	42,8	47,5	-10%
pozostały eksport	6,7	6,4	9,4	11,2	10,9	4%	13,5	13,0	4%	16,2	15,6	4%
Zysk brutto na sprzedaży	38,5	35,4	43,8	55,7	39,3	42%	48,6	39,5	23%	52,0	44,4	17%
<i>rentowność</i>	<i>32%</i>	<i>33%</i>	<i>36%</i>	<i>39%</i>	<i>34%</i>		<i>35%</i>	<i>34%</i>		<i>35%</i>	<i>34%</i>	
EBITDA	25,1	25,0	28,9	37,2	26,1	42%	31,5	27,3	15%	33,9	30,4	11%
EBITDA skor.	25,1	25,0	28,9	37,2	26,1	42%	31,5	27,3	15%	33,9	30,4	11%
<i>rentowność</i>	<i>21%</i>	<i>23%</i>	<i>24%</i>	<i>26%</i>	<i>23%</i>		<i>23%</i>	<i>24%</i>		<i>23%</i>	<i>24%</i>	
Amortyzacja	7,7	7,7	7,3	7,9	7,8	2%	8,7	8,7	0%	9,2	9,1	1%
EBIT	17,4	17,4	21,6	29,3	18,4	60%	22,8	18,6	22%	24,7	21,3	16%
Działalność finansowa	0,1	0,1	-0,3	-0,5	0,3	-273%	0,2	0,3	-24%	0,3	0,4	-22%
Zysk netto	14,1	14,5	17,2	23,4	15,9	47%	18,4	16,0	15%	18,7	16,7	12%
Zysk netto skor.	14,1	12,6	17,2	23,4	15,9	47%	18,4	16,0	15%	18,7	16,7	12%
<i>rentowność</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>	<i>14%</i>	<i>16%</i>	<i>14%</i>		<i>13%</i>	<i>14%</i>		<i>13%</i>	<i>13%</i>	
Inwestycje i akwizycje	9,8	6,6	6,2	10,2	8,2	24%	13,0	14,5	-10%	8,2	7,5	10%
Dywidenda i buyback	14,3	5,0	11,9	15,0	15,1	-1%	11,3	4,6	146%	9,3	5,2	78%
Dług netto	-11,5	-27,6	-28,7	-23,9	-31,3	-24%	-29,8	-38,3	-22%	-36,4	-48,1	-24%
P/E	12,9	13,6	9,9	7,1	10,8		8,5	10,7		8,4	10,2	
EV/EBITDA	6,8	5,7	4,9	3,8	5,3		4,0	4,9		3,6	4,0	

Źródło: Aplisens, P - prognozy Noble Securities

Rachunek zysków i strat	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	118,5	108,0	121,4	143,5	138,4	148,3
Zysk brutto na sprzedaży	38,5	35,4	43,8	55,7	48,6	52,0
Koszty sprzedaży	3,2	2,8	3,5	4,5	3,7	3,9
Koszty ogólnego zarządu	17,3	17,5	18,7	22,1	22,1	23,4
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-0,6	2,3	-0,1	-0,1	0,0	0,0
EBIT	17,4	17,4	21,6	29,3	22,8	24,7
Koszty i przychody finansowe netto	0,1	0,1	-0,3	-0,5	0,2	0,3
Zysk przed opodatkowaniem	17,5	17,5	21,3	28,9	23,0	25,0
Podatek dochodowy	2,7	2,6	3,3	4,7	3,9	5,5
Zysk netto przyp. akc. jedn. dominującej	14,1	14,5	17,2	23,4	18,4	18,7
Zysk netto powtarzalny	14,1	12,6	17,2	23,4	18,4	18,7
Amortyzacja	7,7	7,7	7,3	7,9	8,7	9,2
EBITDA	25,1	25,0	28,9	37,2	31,5	33,9

Źródło: Aplisens, P - prognozy Noble Securities, zyski skorygowane o zdarzenia jednorazowe

Bilans	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Aktywa	175,4	182,7	192,6	198,9	205,2	216,0
Aktywa trwałe	106,2	102,3	100,3	100,2	103,3	102,4
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	96,2	93,1	92,0	94,3	98,7	97,7
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Inne aktywa trwałe	7,1	6,3	5,4	3,0	1,8	1,8
Aktywa obrotowe	69,3	80,4	92,3	98,6	101,9	113,6
Zapasy	36,9	38,8	43,2	51,1	49,3	52,8
Należności handlowe	20,6	13,9	20,4	23,6	22,7	24,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	11,5	27,6	28,8	23,9	29,8	36,4
Inne aktywa obrotowe	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa	175,4	182,7	189,0	198,9	205,2	216,0
Kapitał własny razem	160,8	170,4	175,7	184,0	190,7	200,8
Zobowiązania długookresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkookresowe	9,7	7,3	8,3	9,8	9,5	10,2
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	7,7	5,6	6,3	7,4	7,2	7,7
Inne	2,0	1,6	2,0	2,4	2,3	2,5

Źródło: Aplisens, P - prognozy Noble Securities, zyski skorygowane o zdarzenia jednorazowe

Rachunek przepływów pieniężnych	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Zysk netto przed opodatkowaniem	17,5	17,5	21,3	28,9	23,0	25,0
Amortyzacja	7,7	7,7	7,3	7,9	8,7	9,2
Zmiana kapitału obrotowego	0,4	2,3	-9,7	-9,6	2,3	-4,5
Zapłacony podatek dochodowy	-2,2	-1,6	-1,5	-2,9	-2,6	-5,5
CF operacyjny	26,3	25,3	20,9	23,4	30,6	23,5
CAPEX	-8,8	-6,6	-6,2	-10,2	-13,0	-8,2
Inwestycje kapitałowe	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dezynwestycje i inne	0,0	0,0	-3,6	2,7	-6,2	-6,0
CF inwestycyjny	-12,2	-19,1	-9,8	-7,5	-19,2	-14,3
Zmiana kapitału	-9,9	-2,0	-6,6	-8,1	-0,4	0,6
Zmiana zadłużenia odsetkowego	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-15,4	-5,9	-14,5	-18,8	-15,2	-12,5
CF finansowy	-14,5	-2,8	-12,0	-15,0	-11,7	-8,6
CF	-0,4	3,5	-0,9	0,9	-0,3	0,5
Stan środków pieniężnych na początek okresu	9,4	9,0	12,4	11,5	12,4	12,2
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	9,0	12,4	11,5	12,4	12,2	12,7

Źródło: Aplsens, P - prognozy Noble Securities, zyski skorygowane o zdarzenia jednorazowe

Wybrane wskaźniki	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
marża EBITDA	21,2%	23,2%	23,8%	25,9%	22,8%	22,9%
marża EBIT	14,7%	16,1%	17,8%	20,4%	16,5%	16,6%
marża netto	12,4%	13,8%	14,8%	16,8%	13,9%	13,2%
Dług netto	-11	-28	-29	-24	-30	-36
Dług netto/EBITDA	-0,5	-1,1	-1,0	-0,6	-0,9	-1,1
Liczba akcji	12,6	11,9	11,9	11,5	10,9	10,9
Dywidenda na akcję	0,25	0,45	0,60	0,98	0,85	0,85
P/BV	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8

Źródło: Aplsens, P - prognozy Noble Securities, zyski skorygowane o zdarzenia jednorazowe

Roczne stopy wzrostu	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody	12%	-9%	12%	18%	-4%	7%
EBITDA	2%	0%	15%	29%	-15%	8%
EBIT	0%	0%	24%	36%	-22%	8%
Zysk netto	-2%	-11%	37%	36%	-21%	2%

Źródło: Aplsens, P - prognozy Noble Securities, zyski skorygowane o zdarzenia jednorazowe

Sonel – wymagający rynek liczników

Sonel całkiem dobrze poradził sobie z problemami wynikającymi ze wzrostu kosztów produkcji oraz z dostępnością komponentów. Wyzwaniem pozostaje realizacja z zyskiem kontraktów na dostawy liczników (szczególnie przy dynamicznie rosnącej sprzedaży w tym segmencie). Mocno stroną Sonela pozostaje bezpieczny bilans (gotówka netto), wysoka marżowość core businessu oraz stabilne przepływy operacyjne. Spółka jest naszym zdaniem dobrze przygotowana na trudniejsze czasy. Wycenę akcji utrzymaliśmy na poziomie ok. 10 zł, wielkość zbliżoną do obecnego kursu.

Sprzedaż liczników napędza wzrost przychodów, ale też generuje spadek marży

Wejście na rynek dostaw liczników energii elektrycznej spowodowało skokowy wzrost przychodów Sonela. Oczekujemy dalszego przyrostu sprzedaży w tym segmencie w 2023 r., choć spółka wciąż będzie mierzyła się z wyzwaniami, jakie wiążą się z realizacją długoterminowych kontraktów z wymagającym klientem przy bardzo niestabilnym otoczeniu, i w konsekwencji niską marżą.

Wzrost kosztów i presja na marżę

Prognozujemy spadek marży na produktach (miernikach) wynikający ze wzrostu kosztów produkcji (komponenty, energia, wynagrodzenia), których nie uda się w szybkim tempie przełożyć na podwyżki cen.

Wyższy CAPEX i nakłady na kapitał obrotowy, niższa dywidenda

Najbliższe lata to okres wzmożonych wydatków inwestycyjnych (w coraz większej części alokowanych w kosztach okresu) wynikających z kompleksowej modyfikacji portfela produktów. Wyższe przychody generują zapotrzebowanie na kapitał obrotowy. Przy konserwatywnym podejściu do finansowania aktywów odbije się to negatywnie na wysokości wypłacanej dywidendy. Powrotu do wyższych wypłat spodziewamy się od 2024 r.

Ryzyka dla naszej wyceny i rekomendacji

Wśród głównych czynników ryzyka, jakie widzimy dla naszych prognoz jest zahamowanie trendu wzrostowego sprzedaży przy utrzymaniu wysokich nakładów na B+R, co wpłynie negatywnie na zdolność do generowania wolnych przepływów i wypłatę dywidendy. Na poziomie operacyjnym zagrożeniem jest przerwanie ciągłości produkcji z uwagi na brak komponentów, szczególnie w obszarze dostaw liczników, gdzie występują wysokie kary finansowe. Zmienność kursów walutowych uderza w zyskowność biznesu licznikowego.

Wartość akcji Sonela oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (9,7 zł) oraz porównawczą (10,6 zł), co po zważeniu powyższych wycen pozwoliło nam wyznaczyć wartość bieżącą na 10,2 zł.

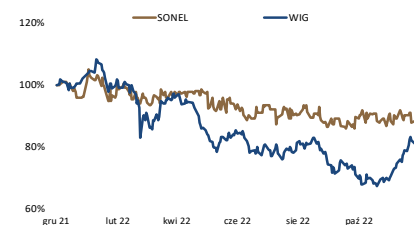
mln zł	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	109,0	116,1	158,1	175,8	221,2	154,8
EBITDA	17,4	21,6	23,2	22,3	26,5	26,4
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	9,5	13,4	14,7	14,8	13,7	15,0
EPS	0,68	0,96	1,05	1,06	0,98	1,07
DPS	0,40	1,00	0,50	0,50	0,84	0,98
P/E (x)	14,3	10,1	9,2	9,2	9,9	9,0
EV/EBITDA (x)	7,4	5,2	5,3	5,6	5,0	4,3

Źródło: Sonel, P - prognozy Noble Securities, zyski skorygowane o zdarzenia jednorazowe

Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 6.12.2022 o godz. 16:30. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 6.12.2022 o godz. 16:55.

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLERSKI

Kurs akcji	9,7 zł
Wycena	10,2 zł
Potencjał wzrostu	5%
Kapitalizacja	136 mln zł
Free float	34%
Śr. wolumen 6M	657



PROFIL SPÓŁKI

Producent przyrządów pomiarowych dla elektroenergetyki i telekomunikacji.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Krzysztof Wieczorkowski	22,5%
Krzysztof Folta	21,1%
AVIVA OFE	10,0%
Mirosław Nowakowski	8,3%
Jan Walulik	6,9%
Tadeusz Sołkiewicz	7,1%
Pozostali	24,1%

Źródło: Sonel, Noble Securities

Michał Sztabler
Analityk akcji
michal.sztabler@noblesecurities.pl
+48 667 852 196

WYCENA

Wartość jednej akcji Sonel SA wyliczyliśmy jako średnią z wyceny porównawczej (uwzględniliśmy wskaźniki dla okresu prognozy 2022-24) oraz DCF. **Na tej podstawie wyznaczyliśmy bieżącą wartość akcji na 10,2 zł.**

Spółki zagraniczne wyceniane są z dużą premią do Sonela, co jest trwałą tendencją (w dużej części są to spółki globalne – dywersyfikacja geograficzna, nierzadko operujące w wielu segmentach – dywersyfikacja produktowa) i dlatego zostały wyłączone z wyceny i podane jedynie dla celów poglądowych. Z kolei spółki krajowe dają niższe wskazania.

Obniżenie wyceny wynika przede wszystkim ze zmiany parametrów modelu DCF, zmiana prognoz miała pozytywny wpływ na wycenę.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	poprzednio (zł)	zmiana
Wycena DCF	50%	9,7	10,3	-5%
Wycena porównawcza - kraj	50%	10,6	10,0	6%
Wycena porównawcza - zagranica	0%	24,1	19,5	23%
Wycena		10,2	10,2	0%
Kurs akcji		9,7		
Potencjał wzrostu		5%		

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Bazujemy na własnych prognozach wyników skonsolidowanych zaprezentowanych w niniejszym raporcie.
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na dzień publikacji raportu.
- Gotówka netto na dzień 31.12.2021 w wysokości 12 mln zł.
- Niższa efektywna stopa podatkowa w latach 2022-26 (ulga podatkowa), potem 19%.
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 0%.
- Udział kapitału własnego w finansowaniu aktywów 100% (konserwatywna polityka finansowa).
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 7,0% (poprzednio 6,7%), premia za ryzyko w wysokości 7,2% (poprzednio 5,1%), beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

WYCENA DCF I ANALIZA WRAŻLIWOŚCI

DCF	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży	176	221	155	155	158	162	166	170	174	178
NOPAT	14	16	16	17	18	17	21	22	23	23
Amortyzacja	8	8	9	9	10	10	6	6	6	7
Zmiany KON	-7	-12	18	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1
CAPEX	-12	-10	-11	-11	-11	-11	-12	-12	-12	-13
FCFF	4	2	32	16	16	15	15	15	16	17
WACC	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%
Współczynnik dyskonta	0,99	0,87	0,76	0,67	0,58	0,51	0,45	0,39	0,34	0,30
DFCF	4	2	25	11	9	8	6	6	5	5
SUMA DFCFF do 2031	81									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	0%									
Wartość rezydualna na 2031	156									
Zdyskontowana wartość rezydualna	47									
Wartość Firmy (EV)	127									
Dług netto 31.12.2021	-12									
Udziałowcy mniejszościowi	3									
Wartość kapitałów własnych	136									
Liczba akcji (w tys.)	14,0									
Wartość na 1 akcję	9,7									

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-2%	-1%	0%	1%	2%
WACC - 1,0%	9,9	10,2	10,5	10,9	11,3
WACC - 0,5%	9,6	9,8	10,1	10,4	10,8
WACC	9,3	9,5	9,7	10,0	10,4
WACC + 0,5%	9,0	9,2	9,4	9,7	10,0
WACC + 1,0%	8,7	8,9	9,1	9,3	9,6

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Premia za ryzyko	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%
Efektywna stopa podatkowa	0,6%	10,1%	9,3%	10,6%	10,7%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%
Koszt długu po tarczy	8,95%	8,10%	8,17%	8,05%	8,04%	7,29%	7,29%	7,29%	7,29%	7,29%
Dług netto/EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Spółki krajowe	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Aparator	489	33,1	13,5	9,5	6,8	5,0	4,1
Aplisens	166	7,1	8,5	8,4	3,8	4,0	3,6
Mediana		20,1	11,0	9,0	5,3	4,5	3,8
Implikowana wartość godziwa Sonel		21,1	11,6	8,8	9,6	7,9	7,4
Waga		10%	20%	20%	10%	20%	20%
Implikowana wartość godziwa Sonel				10,6			
Spółki zagraniczne	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Honeywell	647 547	24,6	23,4	21,1	17,7	16,5	15,4
Schneider Electric	370 757	19,4	18,3	16,6	13,8	13,2	12,3
Emerson	251 383	18,6	23,2	20,3	14,3	17,6	16,8
Fortive	106 246	21,5	20,0	18,1	18,0	16,7	15,4
Yokogawa	21 642	36,8	22,8	19,6	12,4	9,9	8,6
Itron	10 872	107,1	34,3	18,7	35,8	19,4	11,7
Badger Meter	14 916	50,0	44,7	41,9	28,0	25,9	24,5
ESCO	10 830	29,8	25,8	nd	15,9	13,9	nd
Vaisala Oyj	7 113	29,0	25,1	22,5	16,9	15,9	14,8
Phoenix Mecano	1 592	12,2	11,0	8,5	6,5	6,2	5,8
Nedap	1 745	17,8	15,9	13,6	10,7	9,8	9,1
Schaffner	867	17,2	17,9	13,3	7,2	6,7	6,2
Mediana		23,1	23,0	18,7	15,1	14,9	12,3
Implikowana wartość godziwa Sonel		24,2	24,3	18,3	25,9	24,4	23,5
Waga		10%	20%	20%	10%	20%	20%
Implikowana wartość godziwa Sonel				24,1			

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 6.12.2022 r. godz. 13:06

WYNIKI 3Q2022: Poziomy obronione, wyraźny spadek gotówki

W 3Q2022 Sonel uzyskał wyniki zbliżone do II kwartału br. i podobne r/r. Wzrost przychodów w najbardziej rentownym obszarze mierników nie zdołał zrekomensować utraty marży na mniej rentownych segmentach: usługi montażu oraz liczniki. Rosnące koszty i niższa sprzedaż przełożyły się negatywnie na wyniki w spółce Foxytech (pogłębienie straty w Q3/22).

CAPEX Sonela wciąż pozostaje relatywnie niewielki (ok. 1,5 mln zł w III kwartale), zważywszy na plany rozwojowe spółki. Wnioskujemy, że coraz większą część wydatków (szczególnie w obszarze R&D) Sonel rozlicza na bieżąco, alokując je w koszty bieżącego okresu.

Zwracamy uwagę na duży spadek zobowiązań krótkoterminowych. Za część tego spadku (7 mln zł) odpowiada wyksięgowanie wypłaconej w III kwartale dywidendy. Zapewne też znaczną część stanowią spłacone zobowiązania Foxytech na rzecz chińskiego dostawy liczników. W samym Sonel SA (po wyłączeniu dywidendy) zobowiązania krótkoterminowe nawet nieznacznie wzrosły. Aktywa krótkoterminowe (zapasy, należności) pozostały na poziomach zbliżonych kw/kw.

Sonel nieprzerwanie dysponuje nadwyżką środków pieniężnych, jednak jej poziom wyraźnie spadł na koniec września br. Dodatkowo pojawił się kredyt krótkoterminowy (ok. 5 mln zł).

Wybrane dane finansowe (mln zł)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	r/r	2021	2022P	r/r	% progn. NS
Przychody	38,9	61,4	46,4	43,2	39,4	1%	158,1	170,8	8%	76%
Zysk brutto na sprzedaży	9,6	12,5	9,8	9,9	9,6	0%	39,1	39,1	0%	75%
rentowność	25%	20%	21%	23%	24%		25%	23%		
Koszty sprzedaży + zarządu	5,9	6,8	5,8	6,7	6,4	10%	22,3	24,5	10%	77%
% sprzedaży	15%	11%	12%	16%	16%		14%	14%		
Saldo pozostałej działalności oper.	0,1	-0,9	-0,5	0,6	0,5		-1,0	1,0		
EBIT	3,8	4,8	3,5	3,8	3,7	-3%	15,8	15,6	-1%	70%
rentowność	10%	8%	8%	9%	9%		10%	9%		
EBITDA	5,6	6,7	5,6	5,9	5,9	6%	23,2	23,6	2%	74%
rentowność	14%	11%	12%	14%	15%		15%	14%		
amortyzacja	1,8	1,8	2,1	2,1	2,3	25%	7,4	8,0	9%	81%
Saldo działalności finansowej	0,2	0,0	-0,1	0,3	0,6		0,3	0,5		
Zysk netto	3,1	5,3	3,3	3,4	3,5	13%	14,7	13,9	-5%	74%
rentowność	8%	9%	7%	8%	9%		9%	8%		
CF Oper.	4,6	8,0	2,4	7,0	-2,6	nd	11,1	16,8	51%	40%
CAPEX	2,5	5,4	2,7	2,1	1,6	-35%	11,3	11,1	-1%	58%
Gotówka netto	9,8	11,6	11,6	15,2	3,5	-64%	11,6	10,5	-10%	
P/E	11,3	9,0	10,0	8,7	8,4		9,0	9,5		
EV/EBITDA	5,9	5,2	5,4	4,9	5,3		5,2	5,1		

Źródło: Sonel, Noble Securities

ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ I ŁAD KORPORACYJNY (ESG)

Sonel jest firmą, która w pełni wykorzystuje swój potencjał produkcyjny, optymalizuje koszty bezpośrednie, przy ciągłym utrzymaniu wysokiej jakości, poprawie bezpieczeństwa pracy oraz prowadzeniu działań na rzecz ochrony środowiska.

Firma Sonel aktywnie uczestniczy w życiu regionu, wspierając różne inicjatywy społeczne (kluby sportowe, festiwal Bachowski, program „Zalogowani” czy „Zostańcie z nami” i wiele innych), dodatkowo podpisano umowę współpracy z Zespołem Szkół Budowlano Elektrycznych w Świdnicy, w której przy współpracy z Sonelem utworzono kilka lat temu klasę patronacką w zawodzie Technik elektronik. Młodzież uczęszczająca na zajęcia w tej klasie odbywa praktyki zawodowe na terenie firmy, przy dużym zaangażowaniu kadry inżynierskiej. Dodatkowo Sonel czynnie wspiera rozwój kadry dydaktycznej szkoły poprzez cykliczne szkolenia podnoszące ich kwalifikacje w zakresie nowych technologii w dziedzinie elektroniki, energetyki i miernictwa elektrycznego.

ZMIANA PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH

mln zł	2019	2020	2021	2022P	2022P	zmiana	2023P	2023P	zmiana	2024P	2024P	zmiana
				nowa	stara		nowa	stara		nowa	stara	
Przychody	109,0	116,1	158,1	175,8	153,3	15%	221,2	150,7	47%	154,8	150,7	3%
mierniki	63,1	76,6	86,4	90,8	93,3	-3%	86,2	100,7	-14%	94,8	105,7	-10%
usługi montażu	35,6	33,4	30,0	45,0	30,0	50%	35,0	20,0	75%	30,0	15,0	100%
liczniki	10,4	6,2	41,7	40,0	30,0	33%	100,0	30,0	233%	30,0	30,0	0%
Zysk brutto na sprzedaży	29,1	34,1	39,1	39,4	33,4	18%	40,5	37,1	9%	40,7	41,2	-1%
<i>rentowność</i>	27%	29%	25%	22%	22%		18%	25%		26%	27%	
EBITDA	17,4	21,6	23,2	22,3	21,0	6%	26,5	25,4	5%	26,4	29,8	-11%
EBITDA skor.	17,4	21,6	23,2	22,3	21,0	6%	26,5	25,4	5%	26,4	29,8	-11%
<i>rentowność</i>	16%	19%	15%	13%	14%		12%	17%		17%	20%	
Amortyzacja	6,6	6,8	7,4	8,0	7,9	2%	8,4	8,3	1%	8,7	9,1	-4%
EBIT	10,8	14,8	15,8	14,3	13,1	9%	18,1	17,0	6%	17,7	20,8	-15%
Działalność finansowa	-0,2	-0,4	0,3	0,6	0,5	12%	0,4	0,4	17%	-0,1	0,5	-125%
Zysk netto	9,5	13,4	14,7	14,8	11,5	28%	13,7	13,2	4%	15,0	16,3	-8%
Zysk netto skor.	9,5	13,4	14,7	14,8	11,5	28%	13,7	13,2	4%	15,0	16,3	-8%
<i>rentowność</i>	9%	12%	9%	8%	8%		6%	9%		10%	11%	
Inwestycje i akwizycje	10,4	9,0	11,3	11,5	15,7	-26%	10,3	15,7	-34%	10,6	10,6	0%
Dywidenda	7,0	5,6	14,0	7,0	7,0	0%	7,0	4,2	66%	11,8	11,7	1%
Dług netto	-6,8	-24,1	-11,8	-9,5	-8,2	16%	-1,9	-10,5	-82%	-21,4	-13,6	57%
P/E	14,3	10,1	9,2	9,2	11,7		9,9	10,3		9,0	8,3	
EV/EBITDA	7,4	5,2	5,3	5,6	6,1		5,0	4,9		4,3	4,1	

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

Skonsolidowany rachunek zysków i strat	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	109,0	116,1	158,1	175,8	221,2	154,8
Zysk brutto na sprzedaży	29,1	34,1	39,1	39,4	40,5	40,7
Koszty sprzedaży i zarządu	19,7	18,6	22,3	26,1	23,3	24,0
Zysk na sprzedaży	9,4	15,5	16,8	13,3	17,2	16,8
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	1,4	-0,7	-1,0	1,0	0,9	0,9
EBIT	10,8	14,8	15,8	14,3	18,1	17,7
Koszty i przychody finansowe netto	-0,2	-0,4	0,3	0,6	0,4	-0,1
Zysk przed opodatkowaniem	10,6	14,5	16,1	14,9	18,6	17,6
Podatek dochodowy	1,1	1,1	-0,1	0,1	1,9	1,6
Zysk netto raportowany	9,5	13,4	14,7	14,8	13,7	15,0
Zysk netto powtarzalny	9,5	13,4	14,7	14,8	13,7	15,0
Amortyzacja	6,6	6,8	7,4	8,0	8,4	8,7
EBITDA	17,4	21,6	23,2	22,3	26,5	26,4

Źródło: Sonel, P - prognozy Noble Securities, zyski skorygowane o zdarzenia jednorazowe

Skonsolidowany bilans	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Aktywa	105,4	115,6	153,6	164,6	193,8	168,7
Aktywa trwałe	51,7	52,5	55,1	58,6	60,5	62,3
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	51,2	51,8	52,5	56,0	57,9	59,7
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Inne aktywa trwałe	0,1	0,3	2,2	2,2	2,2	2,2
Aktywa obrotowe	53,7	63,1	98,5	106,0	133,3	106,4
Zapasy	28,6	21,7	47,3	53,0	66,7	46,7
Należności handlowe	17,1	15,7	38,8	43,3	54,5	38,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	8,0	25,7	12,4	9,7	12,1	21,5
Inne aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa	105,4	115,6	153,6	164,6	193,8	168,7
Kapitał własny razem	83,6	90,4	92,3	100,0	106,7	110,0
Zobowiązania długookresowe	0,8	1,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	0,8	1,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkookresowe	13,1	11,4	45,1	48,3	70,9	42,5
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	0,5	0,3	0,5	0,0	10,1	0,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	12,7	11,1	44,5	48,2	60,6	42,4
Inne	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1

Źródło: Sonel, P - prognozy Noble Securities, zyski skorygowane o zdarzenia jednorazowe

Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Zysk netto	9,5	13,4	14,7	14,8	13,7	15,0
Amortyzacja	6,6	6,8	7,4	8,0	8,4	8,7
Zmiana kapitału obrotowego	-0,3	6,6	-15,2	-6,5	-12,4	18,1
CF operacyjny	15,1	27,6	11,1	16,3	9,7	41,9
CAPEX	-10,4	-9,0	-11,3	-11,5	-10,3	-10,6
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dezynwestycje i inne	0,3	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w instrumenty dłużne	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	-13,1
CF inwestycyjny	-10,2	-8,9	-11,4	-11,4	-10,2	-23,7
Podwyższenie kapitału	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	0,6	0,4	-1,0	-0,5	10,1	-10,1
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-7,0	-5,6	-14,0	-7,0	-7,0	-11,8
CF finansowy	-3,7	-1,1	-13,1	-7,5	3,1	-21,9
CF	1,3	17,6	-13,3	-2,6	2,5	-3,6
Stan środków pieniężnych na początek okresu	6,8	8,0	25,6	12,3	9,7	12,2
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	8,0	25,6	12,3	9,7	12,2	8,5

Źródło: Sonel, P - prognozy Noble Securities, zyski skorygowane o zdarzenia jednorazowe

Wybrane wskaźniki	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
marża EBITDA	16,0%	18,6%	14,7%	12,7%	12,0%	17,1%
marża EBIT	9,9%	12,8%	10,0%	8,1%	8,2%	11,4%
marża netto	8,7%	11,5%	9,3%	8,4%	6,2%	9,7%
Dług netto	-6,8	-24,1	-11,8	-9,5	-1,9	-21,4
Dług netto/EBITDA	-0,4	-1,1	-0,5	-0,4	-0,1	-0,8
Liczba akcji	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0
Dywidenda na akcję	0,40	1,00	0,50	0,50	0,84	0,98
P/BV	1,6	1,5	1,5	1,4	1,3	1,2

Źródło: Sonel, P - prognozy Noble Securities, zyski skorygowane o zdarzenia jednorazowe

Roczne stopy wzrostu	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody	19%	7%	36%	11%	26%	-30%
EBITDA	19%	24%	7%	-4%	19%	0%
EBIT	28%	37%	7%	-10%	27%	-2%
Zysk netto	22%	42%	10%	1%	-7%	10%
Zysk netto powtarzalny	8%	42%	10%	1%	-7%	10%

Źródło: Sonel, P - prognozy Noble Securities, zyski skorygowane o zdarzenia jednorazowe

OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM

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
IFI – dynamika sprzedaży porównywalnej w ujęciu r/r
P – prognozy analityka lub analityków Noble Securities S.A. sporządzających rekomendację
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

ZASTRZEŻENIA PRAWNE**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 24 miesięcy, chyba że zostanie wcześniej zaktualizowany. Częstotliwość aktualizacji wynika z terminu publikacji przez Emitenta wyników finansowych za dany okres sprawozdawczy, sytuacji rynkowej lub 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 WPLYNĄĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU

Raport został sporządzony przez NS odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

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 finansowych 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 UNIKANIE

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.

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 działań 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..

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.

Investowanie 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.

Raport został przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności z zgodnie z Rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycularnych lub wskazań konfliktów interesów. Raport stanowi badanie inwestycyjne, o którym mowa w art. 36 ust. 1 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,
- porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju.

Raport

- jest upubliczniony na stronie internetowej NS:
<https://noblesecurities.pl/dom-maklerski/analizy2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw/2136-aplisens-s-a>,
<https://noblesecurities.pl/dom-maklerski/analizy2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw/2137-sonel-s-a>,
- 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

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 6.12.2022, godz. 16.30 . Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 6.12.2022, godz. 16.45.

Autorskie prawa majątkowe do Raportu przysługują Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Rozpowszechnianie lub powielanie Raportu (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. jest zabronione.

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydane rekomendacje/aktualizacje dotyczące Apator SA				
Rekomendacja/aktualizacja	Akumuluj	Kupuj	Trzymaj	Redukuj
Data wydania	28.11.2019	27.11.2020	29.11.2021	06.06.2022
Kurs z dnia rekomendacji	21,40	22,30	18,70	14,80
Cena docelowa	24,4	28,9	19,1	12,2
WIG w dniu rekomendacji	57 502,28	53.302,48	66 648,65	57 588,05

Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca APLISENS SA						
Rekomendacja/aktualizacja	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Data wydania	03.01.2020	02.06.2020	11.12.2020	08.06.2021	31.08.2021	06.06.2022
Kurs z dnia rekomendacji	10,40	9,80	11,20	12,80	13,10	14,10
Cena docelowa/Wycena	17,3	15,8	18,0	17,5	17,8	16,0
WIG w dniu rekomendacji	58 603,27	48 879,21	55 501,03	66 497,71	70 930,15	57 588,05

Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca Sonel SA			
Rekomendacja/aktualizacja	nd	nd	nd
Data wydania	16.08.2021	22.12.2021	06.06.2022
Kurs z dnia rekomendacji	11,8	10,6	9,8
Cena docelowa	15,2	11,8	10,2
WIG w dniu rekomendacji	68 811,77	67 361,43	57 588,03

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)
MO-BRUK	Kupuj	371,7	293,0	285,00	30%	26.10.2022	24M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Trzymaj	30,5	30,6	41,60	-27%	20.10.2022	9M	Michał Sztabler
Selvita	Akumuluj	97,5	86,0	82,30	18%	20.10.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Ailleron	nd	17,5	12,0	14,90	17%	17.10.2022	24M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	29,6	16,1	16,30	82%	07.10.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	4,7	3,8	3,56	31%	06.09.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Redukuj	286,8	351,5	354,50	-19%	10.08.2022	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	13,0	12,1	13,90	-6%	10.08.2022	9M	Dariusz Dadej
Amica	Trzymaj	69,7	71,4	84,00	-17%	05.08.2022	9M	Michał Sztabler
Wielton	Redukuj	4,9	5,5	6,92	-29%	12.07.2022	9M	Michał Sztabler
Krynicky Recykling (4)	nd	20,9	22,6	22,70	-8%	04.07.2022	24M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Kupuj	163,0	116,0	172,00	-5%	28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	29,3	14,9	14,32	105%	28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	21,7	13,2	15,30	42%	28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	51,8	23,5	55,00	-6%	28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
CD Projekt	Zawieszona	nd				24.06.2022	9M	Maciej Kietliński
Ten Square Games	Zawieszona	nd	117,0			24.06.2022	9M	Maciej Kietliński
Apator	Redukuj	12,2	14,8	15,18	-20%	06.06.2022	9M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	16,0	14,1	14,30	12%	06.06.2022	24M	Michał Sztabler
Sonel	nd	10,2	9,8	9,40	9%	06.06.2022	24M	Michał Sztabler
TIM	nd	54,3	31,4	27,60	97%	06.06.2022	24M	Michał Sztabler
11 bit studios	Zawieszona	nd	502,0			18.05.2022	9M	Maciej Kietliński
Forte	Akumuluj	38,9	33,0	21,90	78%	13.05.2022	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	33,1	19,0			02.05.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	7,2	4,1			19.04.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	96,2	78,5			08.04.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Mobruk	Kupuj	500,9	398,0			07.04.2022	9M	Dariusz Dadej
Artifex Mundi	Zawieszona	nd	10,1			28.03.2022	9M	Maciej Kietliński
Celon Pharma	Kupuj	42,2	24,8			16.03.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Creepy Jar	Zawieszona	812,0	700,0			15.03.2022	9M	Maciej Kietliński
LW Bogdanka	Trzymaj	57,9	55,6			11.03.2022	9M	Michał Sztabler
Tauron PE	W aktualizacji	3,5	2,7	2,10	69%	10.03.2022	9M	Michał Sztabler
Ailleron	nd	19,1	11,4			03.03.2022	24M	Dariusz Dadej
BoomBit	Zawieszona	nd	18,3			04.02.2022	9M	Maciej Kietliński
Krynicky Recykling (4)	nd	31,8	19,6			05.01.2022	24M	Dariusz Dadej
Sonel	nd	11,8	10,6			22.12.2021	24M	Michał Sztabler
CD Projekt	Zawieszona	nd	193,0			21.12.2021	9M	Maciej Kietliński

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia,

(2) rekomendacja obowiązuje przez 9 miesięcy lub do momentu aktualizacji

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Zastępca Dyrektora Departamentu Analiz i Doradztwa, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji, Maciej Kietliński - pracownik Noble Securities do 2022-06-30

(4) Spółka w trakcie realizacji procedury wycofywania z obrotu na GPW

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA**Sobiesław Kozłowski, MPW**sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

Krzysztof Radojewskikrzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

Biotechnologia

Michał Sztablermichal.sztabler@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dądejdariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel: +48 22 660 24 83

mobile: +48 781 910 497

Krzysztof Ojczyk, MPWkrzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Mateusz Chrzanowskimateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl