

Trzymaj, 19,50 PLN

Podtrzymana

29 kwietnia 2020 r., 07:30

Mocy przybywaj

Wyniki 2019 były poniżej naszych oczekiwań z poprzedniego raportu, mimo to Apator jako spółka defensywna powinna sobie radzić dość dobrze w obecnym kryzysie.

W segmencie energetycznym wyniki powinny być wsparte przez zamówienia dla rynku mocy (potencjalnie około 100 mln PLN). Liczymy na kolejne zamówienia w tym segmencie oraz rozwój rynku mikro-instalacji energetycznych.

Segment gazowy jest obecnie najjaśniejszą częścią Apatora i rośnie w dynamicznym tempie (w 1Q20 oczekujemy 40% tempa wzrostu), częściowo dzięki dobrej współpracy z duńskim Flonidanem.

Segment Woda i Ciepło wydaje się być potencjalnie najbardziej wrażliwy na dekonjunkturę, zarówno w linii przychodów jak i rentowności.

Innym ryzykiem wiążącym się z obecnym kryzysem to zapisana w ustawie anty-Covid-19 możliwość opóźnienia (przez operatorów dystrybucji) legalizacji ponownej liczników. Ponadto obawiamy się potencjalnego opóźnienia inwestycji w różnych obszarach dystrybucji (zmiana priorytetów w sytuacji kryzysowej).

Oczekujemy poprawy zysków w 2020 (częściowo za sprawą niskiej bazy z 2019). W długim terminie w dalszym ciągu obawiamy się presji na marże.

Mocny dolar (import komponentów) powinien częściowo niwelować pozytywny wpływ silnego Euro.

Podtrzymujemy rekomendację trzymaj obniżając cenę docelową do 19.5 PLN.

mln PLN	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	828	878	931	940	968
EBITDA	133	126	128	126	127
EBIT	91	76	85	82	82
Zysk netto	68	53	64	61	61
P/E	10,7	13,1	8,8	9,2	9,1
P/BV	1,7	1,6	1,2	1,2	1,1
EV/EBITDA	7,0	6,5	5,8	6,0	5,9
EPS	2,31	1,82	2,17	2,07	2,08
DPS	1,20	1,30	1,30	1,45	1,50
FCF	-	-	33	50	45
CAPEX	-52	-60	-57	-61	-61

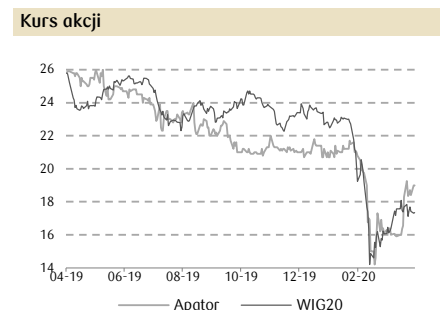
P - Prognozy DM PKO BP

Informacje	
Kurs akcji (PLN)	19,00
Upside	3%
Liczba akcji (mn)	29,27
Kapitalizacja (mln PLN)	556,07
Free float	77%
Free float (mln PLN)	428
Free float (mln USD)	102
EV (mln PLN)	750,75
Dług netto (mln PLN)	126,41

Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	6,8%
Odcięcie dywidendy	-

Akcjonariusze	% Akcji
Apator (own shares)	11,00
Aviva OFE	9,40
Mr. Mariusz Lewicki	6,66
Mr. Tadeusz Sosognik	5,87

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Trzymaj	29-04-20 19,50
Trzymaj	05-12-19 22,50



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	8,0%	18,0%
3 miesiące	-24,0%	-9,5%
6 miesięcy	-27,9%	-9,5%
12 miesięcy	-32,4%	-26,4%
Min 52 tyg. PLN		14,20
Max 52 tyg. PLN		26,00
Średni dzienny obrót mln PLN		0,16

Analityk	
Piotr Łopaciuk, CFA	
+48 609 091 976	
piotr.lopaciuk@pkobp.pl	

Adres:	
BM PKO BP	
ul. Puławska 15	
02-515 Warszawa	

Prognozy segmentów

mln PLN		2018	2019	2020P	2021P
Energia Elektryczna	Przychody	386	377	400	420
	Zysk na sprzedaży	44	22	30	32
Gaz	Przychody	184	244	300	280
	Zysk na sprzedaży	13	26	38	33
Woda i Ciepło	Przychody	258	257	231	240
	Zysk na sprzedaży	44	29	18	20

Źródło: Szacunki BM PKO BP

WYCENA DCF

Nasza wycena bazuje na modelu DCF. Zrezygnowaliśmy z analizy porównawczej ze względu na brak wiarygodnych (uaktualnionych) konsensusów rynkowych spółek porównywalnych. Model DCF złożony jest z dwóch faz. W fazie pierwszej (2020P-2023P) szczegółowo prognozujemy wszystkie kluczowe parametry potrzebne do wyceny spółki, a w szczególności wartość przychodów, nakłady inwestycyjne, poziom kosztów i pozycje bilansu. Faza druga trwa od 2024P. W drugiej fazie zakładamy stałą stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych na poziomie -0.5 proc. rocznie. Używamy stopy dyskontującej opartej na WACC. Stopa wolna od ryzyka przyjęta jest na poziomie 2,5 proc. Beta jest założona na poziomie 0,95x. Premię za ryzyko rynkowe przyjęliśmy na poziomie 6,0 proc. Dyskontujemy wszystkie wolne przepływy pieniężne dla firmy na dzień 31 grudnia 2019 r. i odejmujemy prognozowany dług netto (dodajemy gotówkę netto). Dodatkowo skorygowaliśmy liczbę akcji o niedawno umorzone akcje i pakiet akcji własnych w posiadaniu Apator (11 proc. akcji własnych, 3,6 mln akcji).

WACC						
	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2023P<
Stopa wolna od ryzyka	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Premia rynkowa	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	0,950	0,950	0,950	0,950	0,950	0,950
Premia za ryzyko długu	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt kapitału własnego	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
Koszt długu	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Waga kapitału własnego	78,1%	75,1%	74,9%	74,4%	74,0%	75,3%
Waga długu	21,9%	24,9%	25,1%	25,6%	26,0%	24,7%
WACC	7,2%	7,1%	7,1%	7,0%	7,0%	7,1%

Źródło: prognozy BM PKO BP

Model DCF						
mln PLN	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2023P<
EBIT	76,4	85,0	81,8	82,2	80,9	80,9
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
NOPLAT	61,9	68,8	66,3	66,6	65,5	65,5
CAPEX	-59,7	-57,0	-61,0	-61,0	-61,0	-60,0
Amortyzacja	49,9	43,3	44,1	45,3	46,2	46,2
Zmiany w kapitale obrotowym	7,4	-22,0	1,0	-5,8	-4,2	-3,0
FCF	59,5	33,1	50,4	45,0	46,5	48,7
WACC	7,2%	7,1%	7,1%	7,0%	7,1%	7,1%
Współczynnik dyskonta	0,00	0,93	0,87	0,82	0,76	
DFCF	0,00	31,0	44,0	36,7	35,4	
Wzrost w fazie II	-0,5%					
Suma DFCF - Faza I	147,0					
Suma DFCF - Faza II	486,6					
Wartość Firmy (EV)	633,6					
Dług netto	120,4					
Aktywa poza operacyjne	0,0					
Wartość godziwa	513,2					
Liczba akcji (mln szt.)	29,3					
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2019	17,5					
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	19,5					
Cena bieżąca	19,0					
Oczekiwana stopa zwrotu	2,8%					

Źródło: prognozy BM PKO BP

Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%
WACC	6,1%	19,5	20,8	22,3	24,0	26,1
	6,6%	18,3	19,5	20,8	22,3	24,0
	7,1%	17,3	18,3	19,5	20,8	22,3
	7,6%	16,4	17,3	18,3	19,5	20,8
	8,1%	15,6	16,4	17,3	18,3	19,5

Źródło: DM PKO BP

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	769	869	895	828	878	931	940	968	988
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	560	649	659	569	640	684	691	714	731
Zysk brutto ze sprzedaży	208	220	236	259	238	247	249	255	257
EBITDA	111	109	102	133	126	128	126	127	127
Koszty sprzedaży	36	39	44	42	40	40	42	43	44
Koszty ogólnego zarządu	96	105	122	120	124	122	126	130	132
Pozostałe przychody operacyjne	2	-4	-9	-7	1	-1	-1	-1	-1
Zysk z działalności operacyjnej	80	74	63	91	76	85	82	82	81
Saldo działalności finansowej	-1	-6	-5	1	-3	-4	-5	-5	-5
Zysk przed opodatkowaniem	78	68	58	92	74	81	77	77	76
Podatek dochodowy	15	7	16	23	19	15	15	15	14
Zyski (straty) mniejszości	3	2	1	3	2	2	2	2	2
Zysk (strata) netto	60	59	43	68	53	64	61	61	60
Bilans	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Aktywa Trwałe	430	447	461	455	472	486	503	519	533
Wartości niematerialne i prawne	199	206	212	216	219	222	225	228	231
Rzeczowe aktywa trwałe	184	185	195	195	171	182	195	208	220
Inwestycje	7	7	8	7	4	4	4	4	4
Pozostałe aktywa długoterminowe	40	49	46	38	78	78	78	78	78
Aktywa Obrotowe	364	399	379	384	415	463	466	479	488
Zapasy	127	156	126	170	152	172	174	179	184
Należności	191	218	196	176	194	198	197	203	207
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	3	3	6	5	35	35	35	35	35
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	44	22	50	33	35	57	60	61	62
Aktywa razem	795	847	839	839	888	949	969	998	1 022
Kapitał Własny	421	448	455	477	493	518	534	551	566
Kapitały mniejszości	5	6	5	6	7	7	7	7	7
Zobowiązania	374	398	384	363	395	431	435	447	455
Zobowiązania długoterminowe	129	96	66	51	58	69	69	70	70
Kredyty i pożyczki	83	55	32	24	16	27	27	28	29
Zobowiązania krótkoterminowe	245	302	319	311	337	362	366	377	385
Kredyty i pożyczki	113	140	136	139	139	157	158	163	166
Zaliczki	52	45	61	61	81	83	84	87	88
Zobowiązania handlowe i pozostałe	66	94	89	86	99	99	100	103	105
Pasywa razem	795	847	839	839	888	949	969	998	1 022
Rachunek Przepływów Pieniężnych	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	58	62	151	95	121	90	108	103	104
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-61	-41	-64	-45	-52	-54	-60	-60	-60
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-18	-43	-59	-67	-68	-14	-46	-42	-44
Wskaźniki (%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
ROE	14,9%	13,6%	9,4%	14,5%	11,0%	12,6%	11,5%	11,2%	10,7%
Dług netto	151,7	172,4	117,9	130,1	120,4	126,4	125,6	129,8	132,8

Źródło: prognozy DM PKO BP

KONTAKTY

Biurowe Analiz Rynkowych

Emil Łobodziński	(doradca inwestycyjny)	(022) 521 89 13	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Piotr Łopaciuk	(przemysł, gaming)	(022) 521 48 12	piotr.lopaciuk@pkobp.pl

Biurowe Strategicznych Klientów Indywidualnych

Paweł Kodym	(dyrektor)	(022) 521 80 14	pawel.kodym@pkobp.pl
Michał Petruczeńko		(022) 521 79 69	michal.petruczenko@pkobp.pl
Ewa Kalinowska		(022) 521 79 88	ewa.kalinowska.2@pkobp.pl
Grzegorz Klepacki		(022) 521 78 76	grzegorz.klepacki@pkobp.pl
Joanna Makowska		(022) 342 99 34	joanna.makowska@pkobp.pl
Jacek Gaszewski		(022) 342 99 28	jacek.gaszewski@pkobp.pl
Ewald Wyszymirski		(022) 521 78 39	ewald.wyszymirski@pkobp.pl
Przemysław Lasota		(022) 580 33 14	przemyslaw.lasota@pkobp.pl
Tomasz Zabrocki		(022) 521 82 13	tomasz.zabrocki@pkobp.pl

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza rekomendacja (dalej: „Rekomendacja”) została opracowana przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego (dalej: „BM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującego), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz 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 partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyłącznie na potrzeby klientów BM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następujących dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

Niniejsza rekomendacja została sporządzona na indywidualne zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., za wynagrodzeniem. Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. przysługują autorskie prawa tych raportów.

Ilekczo w rekomendacji mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio lub pośrednio odnosi się rekomendacja. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

Punkt widzenia wyrażony w rekomendacji odzwierciedla opinię Analityka/Analityków BM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinii zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta.

Rekomendacja została przygotowana z zachowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak BM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania Rekomendacji były informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji. BM PKO BP jako podmiot profesjonalny nie uchyli się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Rekomendacji. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należytą starannością oraz rzetelnością. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady Rekomendacji w szczególności za niekompletność lub niedokładność, jeżeli wad tych nie można było uniknąć ani przewidzieć w momencie podejmowania standardowych czynności przy sporządzaniu Rekomendacji. BM PKO BP może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej Rekomendacji. Takie rekomendacje odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. BM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

BM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. BM PKO BP zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m.in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Niniejsza rekomendacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony BM PKO BP, Analitycy nie otrzymują żadnych innych świadczeń od Emitenta, ani innych osób trzecich za sporządzane rekomendacje. Analitycy sporządzający rekomendacje otrzymują wynagrodzenie zmienne, zależne pośrednio od wyników finansowych BM PKO BP, które mogą zależeć m.in. od wyniku osiągniętego przez BM PKO BP w zakresie świadczonych usług maklerskich.

BM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie BM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego”, jak również umową o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym przez BM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad BM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakietu akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
EPS - zysk netto na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS
P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji
EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA
marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja BM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

Rekomendacje stosowane przez BM PKO BP

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu

Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%

Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacji może zostać nadany status „W TRAKCIE REWIZJI”, który oznacza, że na skutek nieoczekiwanego zdarzenia wydana rekomendacja przestaje obowiązywać, a BM PKO BP prowadzi badania inwestycyjne, zmierzające do jej aktualizacji. Efektem badań inwestycyjnych będzie wydanie nowej rekomendacji.

Rekomendacji może zostać nadany status „ZAWIESZONA”, który oznacza, że BM PKO BP wstrzymał prowadzenie Badań inwestycyjnych. Po wznowieniu Badań inwestycyjnych aktualna staje się ostatnio wydana Rekomendacja.

Rekomendacje wydawane przez BM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. BM PKO BP dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

Podmioty powiązane z BM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). BM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

BM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
Apator	-

Objaśnienia:

1. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
2. BM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
3. BM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
4. BM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
5. BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
6. BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP posiadają akcje Emitenta będące przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Nie można wykluczyć, że BM PKO Banku Polskiego lub PKO Bank Polski lub osoby zaangażowane w przygotowywanie raportu mogą mieć długą lub krótką pozycję netto w akcjach Emitenta lub w innych instrumentach finansowych, których wartość jest związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta w wysokości co najmniej 0,5% kapitału zakładowego Emitenta.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z BM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Rekomendacji.

Ujawnienia

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

Pozostałe ujawnienia

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

W BM PKO BP obowiązują regulacje wewnętrzne służące zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne oraz ograniczenia w zakresie przepływu informacji uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami BM PKO BP, w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji, w szczególności wdrożona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna BM PKO BP zapewnia rozdzielenie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy BM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszą rekomendację a Emitentem, nie występując jakiegokolwiek inne powiązania.

Data i godzina podana na pierwszej stronie raportu jest datą i godziną zakończenia sporządzenia rekomendacji.

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji jest tożsama z datą i godziną przekazania rekomendacji w formie elektronicznej klientom.

Ilekczeń w treści rekomendacji podaje się cenę instrumentu finansowego, należy przyjąć, że jest to cena z poprzedniego dnia notowań, z godziny 17:58.

Poniżej wykaz wszystkich rekomendacji sporządzonych przez BM PKO BP w okresie ostatnich 12 miesięcy w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego”:

Spółka	Rekomendacja	Data rekomendacji	Cena docelowa	Cena odnośna*	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E			EV/EBITDA			Analityk
						2018	2019P	2020P	2018	2019P	2020P	
Asseco SEE	Kupuj	2019-07-19	20,50	16,8	1567,21	9,5	10,0	15,9	4,0	7,3	8,2	Małgorzata Żelazko
Aparator	Trzymaj	2019-07-22	24,30	24,3	556,1	10,7	13,1	8,8	7,0	6,5	5,85	Piotr Łopaciuk
Mabion	Kupuj	2019-07-26	105,00	85,5	322,02	nm	nm	nm	0,00	0,00	0,00	Dawid Górzyński
ZE PAK	Trzymaj	2019-07-26	7,50	7,0	375,92	nm	nm	12,5	5,1	1,7	2,9	Andrzej Rembelski
Asseco SEE	Trzymaj	2019-11-19	25,00	23,8	1567,21	9,5	10,0	15,9	4,0	7,3	8,2	Małgorzata Żelazko
ZE PAK	Trzymaj	2019-12-04	7,80	7,4	375,92	nm	nm	12,5	5,1	1,7	2,9	Andrzej Rembelski
Aparator	Trzymaj	2019-12-05	22,5	21,10	556,1	10,7	13,1	8,8	7,0	6,5	5,85	Piotr Łopaciuk
Mabion	Kupuj	2019-12-16	100,00	60,2	322,02	nm	nm	nm	0,00	0,00	0,00	Dawid Górzyński
Asseco SEE	Trzymaj	2020-03-16	27,20	25	1567,21	9,5	10,0	15,9	4,0	7,3	8,2	Małgorzata Żelazko
ZE PAK	Sprzedaj	2020-04-24	6,50	7,66	375,92	nm	nm	12,5	5,1	1,7	2,9	Andrzej Rembelski
Aparator	Trzymaj	2020-04-29	19,5	19,00	556,1	10,7	13,1	8,8	7,0	6,5	5,85	Piotr Łopaciuk

*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu