

Trzymaj, 22,50 PLN

Podtrzymana

05 grudnia 2019 r., 07:30

Pod prąd

Apator odczuwa rosnącą konkurencję i presję kosztową. Słabość / opóźnienia w zamówieniach w segmencie „Energia elektryczna) były dodatkową przyczyną obniżenia prognoz na 2019 rok. Obecnie rynek wymiany liczników w Polsce utrzymuje się na poziomie 1,6mld PLN rocznie. Przyszłe wprowadzenie wymogów „inteligentnego” opomiarowania, mogło by zwiększyć rynek o kilkadziesiąt procent (przyciągając jednak zagraniczną konkurencję). W najbliższym czasie ciężko oczekiwać, przełomu a jedynie kolejnych kontraktów pilotażowych.

Dynamiczny rozwój fotowoltaiki może być w przyszłości wspierający dla zależnego Elkomtechu (który generuje 5-10% Ebitdy grupy).

Segment Gaz mocno odżył na fali odbudowy sprzedaży w Wielkiej Brytanii i powinien utrzymać wysoki poziom w kilku kolejnych latach.

Segment Woda i Ciepło ma problem by utrzymać dotychczasowy bardzo wysoki poziom marż. Rośnie konkurencja i koszty. Sprzedaż ultra-sonicznych mierników wodnych rozkręca się powoli. Wydaje się, że w najbliższych latach to nie będzie jeszcze kluczowy produkt.

Apator odczuwa potrzebę modernizacji i robotyzacji (praca to 27% kosztów grupy). Capex w kolejnych latach powinien kształtować się średnio na poziomie nieco powyżej 70mln PLN.

Oczekujemy, że w przyszłości Apator będzie walczył o zwiększenie skali biznesu starając się odpowiedzieć na presję na marże. Lekko obniżymy nasze prognozy oraz cenę docelową (Trzymaj, 22,5 PLN)

Informacje

Kurs akcji (PLN)	21,10
Upside	7%
Liczba akcji (mn)	29,27
Kapitalizacja (mln PLN)	617,53
Free float	77%
Free float (mln PLN)	476
Free float (mln USD)	123
EV (mln PLN)	835,92
Dług netto (mln PLN)	137,33

Dywidenda

Stopa dywidendy (%)	6,6%
Odcięcie dywidendy	21/12/2017

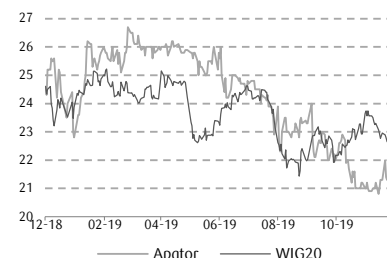
Akcjonariusze

Akcjonariusze	% Akcji
Apator (own shares)	11,60
Aviva OFE	7,89
Mr. Mariusz Lewicki	6,66
Mr. Tadeusz Sosgornik	5,87

Poprzednie rekom.

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Trzymaj	05-12-19 22,50
Trzymaj	24-07-19 25,00

Kurs akcji



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	-8,0%	0,5%
3 miesiące	-1,0%	-9,4%
6 miesięcy	-6,8%	-18,2%
12 miesięcy	-9,1%	-12,8%
Min 52 tyg. PLN		20,80
Max 52 tyg. PLN		26,70
Średni dzienny obrót mln PLN		0,12

Analitik

Piotr Łopaciuk, CFA
+48 22 521 48 12
piotr.lopaciuk@pkobp.pl

Adres:

Dom Maklerski PKO Banku Polskiego
ul. Puławska 15
02-515 Warszawa

mln PLN	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	895	828	875	894	922
EBITDA	102	133	135	138	142
EBIT	63	91	87	89	89
Zysk netto	43	68	67	65	65
P/E	22,0	10,7	9,3	9,5	9,4
P/BV	2,3	1,7	1,4	1,3	1,3
EV/EBITDA	9,9	7,0	6,2	6,1	6,0
EPS	1,46	2,31	2,28	2,23	2,23
DPS	1,20	1,40	1,45	1,45	1,50
FCF	-	-	46	43	45
CAPEX	-50	-52	-62	-73	-73

P - Prognozy DM PKO BP

mln PLN		2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Energia Elektryczna	Przychody	348	386	380	390	405	415	425
	Zysk na sprzedaży	7	44	40	40	40	40	40
Gaz	Przychody	272	184	229	235	245	255	255
	Zysk na sprzedaży	22	13	21	20	20	20	20
Woda i Ciepło	Przychody	263	258	266	269	272	276	280
	Zysk na sprzedaży	48	44	34	33	33	32	32
Inne	Koszty ogólne	-6	-4	-4	-4	-4	-4	-4
Suma	Przychody	883	828	875	894	922	946	960
	Zysk na sprzedaży	70	97	91	89	89	88	88

Źródło: Szacunki BM PKO BP

WYCENA DCF

Nasza wycena bazuje na modelu DCF. Dodatkowo zaprezentowaliśmy wycenę porównawczą, uwzględniając spółki z sektora budowlanego. Model DCF złożony jest z dwóch faz. W fazie pierwszej (2019P-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 2023P. W drugiej fazie zakładamy stałą stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 0 proc. rocznie. Używamy stopy dyskontującej opartej na WACC. Stopa wolna od ryzyka przyjęta jest na poziomie 3,0 proc. Beta jest założona na poziomie 1,0x. Premię za ryzyko rynkowe przyjęliśmy na poziomie 5,0 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 (10,6 proc. akcji własnych, 3,5 mln akcji).

WACC	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2023P<
Stopa wolna od ryzyka	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
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	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Koszt długu	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Waga kapitału własnego	80,0%	79,3%	78,7%	78,5%	78,7%	79,0%
Waga długu	20,0%	20,7%	21,3%	21,5%	21,3%	21,0%
WACC	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%

Źródło: prognozy BM PKO BP

CZYNNIKI RYZYKA

- Koncentracja klientów
- Ryzyko regulacyjne i zmian legislacyjnych
- Ryzyko dostępności pracowników
- Ryzyko dostaw komponentów elektronicznych
- Spadkowy trend cen liczników gazu, energii elektrycznej i wody
- Ryzyko rozwoju technologii pomiaru elektronicznego i dopasowania oferty produktowej
- Ryzyko utraty wartości ekonomicznej nakładów na projekty rozwojowe
- Ryzyka walutowe

Model DCF						
mIn PLN	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2023P<
EBIT	87,3	89,1	89,3	88,6	87,6	87,6
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
NOPLAT	70,7	72,2	72,4	71,8	71,0	71,0
CAPEX	-62,0	-73,0	-73,0	-73,0	-73,0	-72,2
Amortyzacja	47,6	49,0	52,9	56,1	58,8	58,8
Zmiany w kapitale obrotowym	-10,0	-5,1	-7,0	-6,0	-3,3	-3,5
FCF	46,3	43,1	45,2	48,8	53,5	54,1
WACC	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Współczynnik dyskonta	0,00	0,93	0,87	0,82	0,76	
DFCF	0,00	40,3	39,5	39,9	40,9	
Wzrost w fazie II	0,0%					
Suma DFCF - Faza I	160,5					
Suma DFCF - Faza II	592,4					
Wartość Firmy (EV)	753,0					
Dług netto	137,3					
Aktywa poza operacyjne	0,0					
Wartość godziwa	615,6					
Liczba akcji (mln szt.)	29,3					
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2019	21,0					
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	22,5					
Cena bieżąca	21,1					
Oczekiwana stopa zwrotu	6,8%					

Źródło: prognozy BM PKO BP

Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC	6,0%	22,5	24,2	26,2	28,5	31,3
	6,5%	21,1	22,5	24,2	26,2	28,5
	7,0%	19,8	21,1	22,5	24,2	26,2
	7,5%	18,7	19,8	21,1	22,5	24,2
	8,0%	17,7	18,7	19,8	21,1	22,5

Źródło: DM PKO BP

WYCENA PORÓWNAWCZA

Spółki porównywalne: wskaźniki

Spółka	P/E			EV/EBITDA		
	2018	2019P	2020P	2018	2019P	2020P
Alumetal	8,9	12,0	11,0	6,5	8,8	8,9
Amica	9,0	8,7	8,6	7,2	7,0	6,9
Forte	17,5	11,5	10,0	11,0	8,7	7,8
Kęty	13,0	11,1	11,1	8,7	7,9	7,9
Mangata	8,7	9,3	9,3	6,5	6,4	6,3
Famur	7,5	6,2	7,5	3,9	3,5	4,0
Sanok RC	8,0	12,8	12,0	5,2	7,8	7,0
Wielton	7,5	8,6	9,4	6,1	6,2	6,3
MEDIANA	8,8	10,2	9,7	6,5	7,4	7,0
Apator (DM PKO BP)	9,1	9,3	9,5	5,7	5,6	5,5
premia/dyskonto	4%	-9%	-3%	-12%	-24%	-20%

Źródło: w oparciu o konsensus Bloomberg; BM PKO BP

Według mnożnika P/E, Apator jest wyceniany podobnie do polskich spółek przemysłowych. Według mnożnika EV/Ebitda Apator wyceniany jest z dyskontem.

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	725	769	869	895	828	875	894	922	946
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	508	560	649	659	569	616	634	656	676
Zysk brutto ze sprzedaży	217	208	220	236	259	259	260	266	270
EBITDA	131	111	109	102	133	135	138	142	145
Koszty sprzedaży	34	36	39	44	42	42	43	44	45
Koszty ogólnego zarządu	81	96	105	122	120	126	129	132	136
Pozostałe przychody operacyjne	0	2	-4	-9	-7	-5	-1	-1	-1
Zysk z działalności operacyjnej	106	80	74	63	91	87	89	89	89
Saldo działalności finansowej	-1	-1	-6	-5	1	-2	-5	-5	-6
Zysk przed opodatkowaniem	105	78	68	58	92	86	84	84	83
Podatek dochodowy	21	15	7	16	23	16	16	16	16
Zyski (straty) mniejszości	1	3	2	1	3	3	3	3	3
Zysk (strata) netto	84	60	59	43	68	67	65	65	65
Bilans	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Aktywa Trwałe	357	430	447	461	455	470	494	514	531
Wartości niematerialne i prawne	129	199	206	212	216	216	217	217	218
Rzeczowe aktywa trwałe	170	184	185	195	195	209	233	252	269
Inwestycje	17	7	7	8	7	7	7	7	7
Pozostałe aktywa długoterminowe	41	40	49	46	38	38	38	38	38
Aktywa Obrotowe	338	364	399	379	384	366	375	387	398
Zapasy	102	127	156	126	170	160	165	171	176
Należności	170	191	218	196	176	184	188	194	199
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	2	3	3	6	5	5	5	5	5
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	65	44	22	50	33	18	18	18	19
Aktywa razem	695	795	847	839	839	836	869	901	929
Kapitał Własny	388	421	448	455	477	501	523	544	565
Kapitały mniejszości	2	5	6	5	6	6	6	6	6
Zobowiązania	308	374	398	384	363	335	346	357	364
Zobowiązania długoterminowe	103	129	96	66	51	50	51	52	52
Kredyty i pożyczki	72	83	55	32	24	23	24	25	25
Zobowiązania krótkoterminowe	204	245	302	319	311	285	295	305	312
Kredyty i pożyczki	94	113	140	136	139	132	137	143	145
Zaliczki	38	52	45	61	61	48	49	51	52
Zobowiązania handlowe i pozostałe	53	66	94	89	86	86	89	92	95
Pasywa razem	695	795	847	839	839	836	869	901	929
Rachunek Przepływów Pieniężnych	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	93	58	62	151	98	100	115	117	121
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-133	-61	-41	-64	-45	-58	-70	-72	-72
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	81	-18	-43	-59	-67	-52	-41	-42	-46
Wskaźniki (%)	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
ROE	23,4%	14,9%	13,6%	9,4%	14,5%	13,7%	12,8%	12,3%	11,7%
Dług netto	101,1	151,7	172,4	117,9	130,1	137,3	143,3	148,6	150,6

Źródło: prognozy DM PKO BP

KONTAKTY

Biuro 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

Biuro 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 Dom Maklerski PKO Banku Polskiego (dalej: „DM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującą), 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 partycularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyłącznie na potrzeby klientów DM 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.

Ileokroć 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 DM 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 dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM 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 DM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji. DM PKO BP jako podmiot profesjonalny nie uchyla się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Rekomendacji. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należytą starannością oraz rzetelnością. DM 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. DM 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. DM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

DM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. DM 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 DM 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 DM PKO BP, które mogą zależeć m.in. od wyniku osiągniętego przez DM PKO BP w zakresie świadczonych usług maklerskich.

DM 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 DM 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 Dom Maklerski PKO Banku Polskiego”, jak również umową o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym przez DM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM 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% pakiety 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 DM 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 rezidualnej. 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 DM 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 nieoczekiwane zdarzenia wydana rekomendacja przestaje obowiązywać, a DM 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 DM PKO BP wstrzymał prowadzenie Badań Inwestycyjnych. Po wznowieniu Badań Inwestycyjnych aktualna staje się ostatnio wydana Rekomendacja.

Rekomendacje wydawane przez DM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM 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 DM 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”). DM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

DM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
Apator	-

Objaśnienia:

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

Nie można wykluczyć, że DM 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 DM 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 DM 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 DM PKO BP, w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji, w szczególności wdrożona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna DM PKO BP zapewnia rozdzielenie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy DM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszą rekomendację a Emitentem, nie występują 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.

Ileokroć 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 DM 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	1328,49	9,5	15,4	14,1	4,0	7,8	7,0	Małgorzata Żelazo
Apator	Trzymaj	2019-07-22	24,30	24,3	617,5	10,7	9,3	9,5	7,0	6,2	6,10	Piotr Łopaciuk
Mabion	Kupuj	2019-07-26	105,00	85,5	1361,10	nm	nm	18,43	0,00	0,00	0,00	Dawid Górzyński
ZE PAK	Trzymaj	2019-07-26	7,50	7,0	372,87	nm	3,9	4,1	5,1	0,8	0,8	Andrzej Rembelski
Asseco SEE	Trzymaj	2019-11-19	25,00	23,8	1328,49	9,5	15,4	14,1	4,0	7,8	7,0	Małgorzata Żelazo
ZE PAK	Trzymaj	2019-12-04	7,80	7,4	372,87	nm	3,9	4,1	5,1	0,8	0,8	Andrzej Rembelski
Apator	Trzymaj	2019-12-05	22,5	21,10	617,5	10,7	9,3	9,5	7,0	6,2	6,10	Piotr Łopaciuk

*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu