

Apator SA – coraz bardziej wymagające otoczenie

W naszych poprzednich raportach zbyt optymistycznie podeszliśmy do możliwości realizacji przez Apator zakładanej strategii rozwoju. Tymczasem spółka ma problemy utrzymaniem sprzedaży (trudność z zastąpieniem jednorazowych kontraktów z 2020), dużą konkurencją, rosnącymi kosztami komponentów i ich brakami (co wymaga wyższego zaangażowania kapitału obrotowego), przy ograniczonej możliwości przenoszenia wzrostu kosztów na odbiorców. W efekcie zredukowaliśmy prognozowane zyski Apatora w kolejnych latach i obniżyliśmy cenę docelową do 19,1 zł, nieco powyżej bieżącego kursu giełdowego. Rekomendacja TRZYMAJ.

Kłopoty ze wzrostem organicznym

Naszym zdaniem Apator nie jest w stanie zwiększać przychodów w zakładanym przez spółkę tempie w sposób organiczny. Konieczne są przejęcia dużych podmiotów, co pozwoliłoby na skokowy przyrost sprzedaży. W przeciwnym wypadku spółka jest skazana na walkę o utrzymanie poziomu sprzedaży poprzez ciągły wzrost wolumenów produkcji (w środowisku spadających cen jednostkowych).

Erozja marż w segmencie energii elektrycznej

Rentowność w obszarze liczników energii elektrycznej systematycznie maleje. W obecnym wymagającym otoczeniu (presja kosztowa i konkurencyjna) nie widzimy szans na odwrócenie tendencji. Lepiej jest w Segmencie Gazu (pomaga wysoki eksport) oraz Segmencie Wody i Ciepła (lepsza pozycja rynkowa).

CAPEX niezbędny, akwizycje konieczne

Realizowany program inwestycyjny jest naszym zdaniem niezbędny, aby optymalizować procesy produkcyjne i zachować konkurencyjność. Aby myśleć o wzrostach wyników potrzebne są też akwizycje.

Nieoczekiwanie wysokie nakłady na kapitał obrotowy

Trudności z zaopatrzeniem w komponenty do produkcji wymagały dostosowania wielkości zapasów, co kosztowało spółkę Apator ponad 80 mln zł dodatkowych nakładów w 2021 r. Oczekiwana normalizacja sytuacji pozwoli odzyskać zamrożone w zapasach środki finansowe, jednak nie wiemy czy nastąpi to już w 2022 r. oraz czy spółka nie poniesie z tego tytułu dodatkowych strat.

Polityka dywidendowa pozostanie ważnym atutem, spadnie jednak kwota wypłaty

Niższe prognozowane zyski wpłyną negatywnie na wysokość wypłaconej dywidendy, choć bezpieczna struktura bilansu pozwoli utrzymać wskaźniki wypłaty na założonym poziomie (tj. ok. 70% skonsolidowanego zysku netto).

Wartość akcji Apatora oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (17,6 zł) oraz porównawczą (17/20,8 zł). Cenę docelową w horyzoncie 9-miesięcznym ustaliliśmy na 19,1 zł. Daje to 2-proc. dyskonto do kursu giełdowego. Obniżamy rekomendację do TRZYMAJ.

mln zł	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	828	878	935	940	992	1 048
EBITDA	133	126	131	163	134	144
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	67	53	60	77	48	53
zysk netto powtarzalny	68	53	60	50	48	53
EPS	2,29	1,83	2,06	1,71	1,65	1,82
DPS	1,30	1,10	1,20	1,00	0,97	1,07
P/E (x)	8,7	11,0	9,7	11,7	12,1	11,0
EV/EBITDA (x)	5,5	5,8	5,5	5,8	5,4	5,0

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

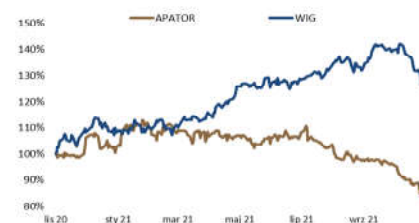
Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 29.11.2020 o godz. 11:10. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 29.11.2020 o godz. 11:15.

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLECKI

TRZYMAJ

(Aktualizacja)

Cena bieżąca	18,7 zł
Cena docelowa (9M)	19,1 zł
Potencjał wzrostu	2%
Kapitalizacja	613 mln zł
Free float	62,1%
Śr. wolumen 6M	10 168



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

Lider na rynku aparatury pomiarowej w Polsce, z ekspozycją na rynek UK oraz Niemiec.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Apator Mining	10,97%
AVIVA OFE	10,17%
M. Lewicki	7,04%
T. Sosgórnik	5,84%
D. Guzowska	4,63%
Z. Jaworski	4,37%
Pozostali	51,94%

Źródło: Raport spółki za 3Q 2021

Michał Sztabler

Analitik akcji

michal.sztabler@noblescurities.pl

+48 22 213 22 36

REKOMENDACJA

WYCENA

Aparator ponownie jest wyceniany z premią do krajowych firm z segmentu automatyka, armatura kontrolno-pomiarowa i automatyka (AKPiA), co zważywszy na słabsze naszym zdaniem perspektywy wzrostu wyników nie powinno mieć miejsca. Nieznaczne dyskonto do polskich midcapów można uzasadnić nieco lepszą marżowością oraz wciąż bezpieczną strukturą bilansu. Z kolei dyskonto do podmiotów zagranicznych stało się już regułą. Dlatego też 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 Aparatora miałby w przypadku zainteresowania ze strony inwestora branżowego.

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. Dostrzegając coraz wyraźniej ryzyka dla utrzymania rentowności biznesu w długim terminie, przy pogarszającym się otoczeniu (presja kosztowa i konkurencyjna) oraz kolejnych wyzwaniach, z którym spółka będzie musiała się mierzyć (wymagające kontrakty publiczne), zredukowaliśmy prognozowane zyski Aparatora w kolejnych latach.

Negatywny wpływ obniżenia prognoz szacujemy na ok. 6 zł, z kolei zmiana parametrów modelu DCF (wzrost stopy wolnej od ryzyka) obniżyła wycenę o ok. 1 zł. Niższe wskaźniki wyceny dla spółek porównywalnych to ok. 3 zł niższa wycena.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga	Wycena 1 akcji (zł)	poprzednio (zł)	zmiana
Wycena DCF	50%	17,64	28,76	-39%
Wycena porównawcza - kraj (AKPiA)	30%	17,05	26,27	-29%
Wycena porównawcza - kraj (midcaps)	20%	20,81		
Wycena porównawcza - zagranica	0%	54,10	64,91	-17%
Średnia ważona metod		18,10	27,52	-34%
Cena docelowa (9M)		19,11	28,90	-34%
Cena aktualna		18,70		
Potencjał		2%		

Źródło: Noble Securities

REKOMENDACJA

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na początek stycznia 2021 roku,
- Dług netto na dzień 31.12.2020 r. w wysokości 155 mln zł (uwzględnia wypłaconą w 2021 r. dywidendę),
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 0% (bez zmian),
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 3,25% (poprzednio 1,3%), premia za ryzyko w wysokości 5,1% (wcześniej 6,5%), beta na poziomie 1,0 (bez zmian),
- Liczba akcji skorygowana o akcje własne (3,6 mln szt.)

WYCENA DCF

DCF	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody ze sprzedaży	940	992	1 048	1 061	1 074	1 088	1 101	1 115	1 129	1 143
NOPAT	84	55	60	61	61	62	63	64	64	65
Amortyzacja	59	65	69	66	52	53	57	48	52	56
Zmiany KON	-90	22	-17	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4
CAPEX	-95	-76	-73	-103	-69	-58	-63	-68	-58	-62
FCFF	-42	66	39	19	40	53	52	39	54	55
WACC	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
Współczynnik dyskonta	0,99	0,92	0,86	0,80	0,75	0,69	0,65	0,60	0,56	0,52
DFCF	-42	61	34	15	30	37	34	24	30	29
SUMA DFCF do 2030	251									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	0%									
Wartość rezydualna na 2030	818									
Zdyskontowana wartość rezydualna	426									
Wartość Firmy (EV)	677									
Dług netto 31.12.2020	155									
Udziałowcy mniejszościowi	7									
Wartość kapitałów własnych	515									
Liczba akcji (w tys.)	29,2									
Wartość na 1 akcję	17,64									

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-2%	-1%	0%	1%	2%
WACC - 1,0%	17,22	19,23	21,86	25,46	30,69
WACC - 0,5%	15,68	17,39	19,60	22,54	26,68
WACC	14,32	15,78	17,64	20,08	23,42
WACC + 0,5%	13,09	14,36	15,94	17,99	20,72
WACC + 1,0%	11,99	13,09	14,45	16,18	18,44

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Stopa wolna od ryzyka	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Premia za ryzyko	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
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	4,75%	4,75%	4,75%	4,75%	4,75%	4,75%	4,75%	4,75%	4,75%	4,75%
Koszt długu po tarczy	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%
Dług netto/EV	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
WACC	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%

Źródło: Noble Securities

REKOMENDACJA

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Wycena porównawcza - kraj (AKPiA)	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Aplisens	164	10,8	10,1	10,0	5,2	4,6	4,0
Sonel	137	9,2	8,8	8,7	5,3	5,3	5,3
Mediana		10,0	9,5	9,3	5,3	4,9	4,7
Apator	613	10,9	11,3	10,3	5,5	5,1	4,7
Premia/dyskonto do średniej		9%	20%	10%	5%	3%	1%
Implikowana wartość godziwa Apatora		17,1	15,6	17,0	19,1	16,2	16,6
Waga		20%	15%	15%	20%	15%	15%
Implikowana wartość godziwa Apatora		17,0					
Wycena porównawcza - kraj (midcaps)	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Kęty	5 539	9,6	12,0	11,7	7,3	8,5	8,2
Stalprodukt	1 551	5,0	11,9	12,1	2,1	3,1	3,1
Śnieżka	992	16,4	13,7	13,1	11,4	9,4	9,2
Forte	1 016	8,2	8,9	8,4	6,1	6,2	6,2
Newag	864	8,8	6,5	9,0	8,0	6,4	8,3
Amica	883	8,9	13,0	10,9	5,4	5,5	5,0
Alumetal	826	6,1	10,3	9,7	5,3	6,6	6,4
Ferro	754	6,9	9,9	9,4	7,3	7,0	6,7
Mediana		8,5	11,1	10,3	6,7	6,5	6,5
Apator	613	10,9	11,3	10,3	5,5	5,1	4,7
Premia/dyskonto do średniej		29%	2%	0%	-17%	-22%	-28%
Implikowana wartość godziwa Apatora		14,4	18,4	18,8	25,4	23,2	25,2
Waga		20%	15%	15%	20%	15%	15%
Implikowana wartość godziwa Apatora		20,8					
Wycena porównawcza - zagranica	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Honeywell	596 667	25,8	23,0	20,9	18,0	16,4	15,3
Schneider Electric	409 519	26,2	23,6	21,3	17,8	16,4	15,0
Emerson	223 643	22,1	18,8	17,4	13,9	12,5	11,6
Fortive	113 053	27,7	25,0	22,4	22,2	20,2	18,6
Yokogawa	20 954	26,5	29,2	23,0	10,4	10,7	9,0
Badger Meter	12 562	52,6	49,3	45,1	29,0	27,5	25,7
Itron	11 876	51,6	28,2	20,0	23,0	16,3	12,0
ESCO	9 089	33,4	26,3	22,2	17,3	14,3	12,9
Vaisala Oyj	8 729	36,2	35,9	32,5	24,0	21,7	21,0
Phoenix Mecano	1 813	14,5	12,9	10,0	7,5	6,9	6,2
NEDAP	1 815	21,3	18,1	15,1	12,3	10,9	9,7
Schaffner Holding	530	116,3	15,1	13,8	21,8	8,5	8,0
Mediana		27,1	24,3	21,1	17,9	15,3	12,5
Apator	613	10,9	11,3	10,3	5,5	5,1	4,7
Premia/dyskonto do średniej		-60%	-53%	-51%	-69%	-67%	-62%
Implikowana wartość godziwa Apatora		46,3	40,1	38,4	73,5	65,5	57,0
Waga		20%	15%	15%	20%	15%	15%
Implikowana wartość godziwa Apatora		54,1					

Bloomberg, Noble Securities, dane na 29.11.2020 r. godz. 10:30

REKOMENDACJA

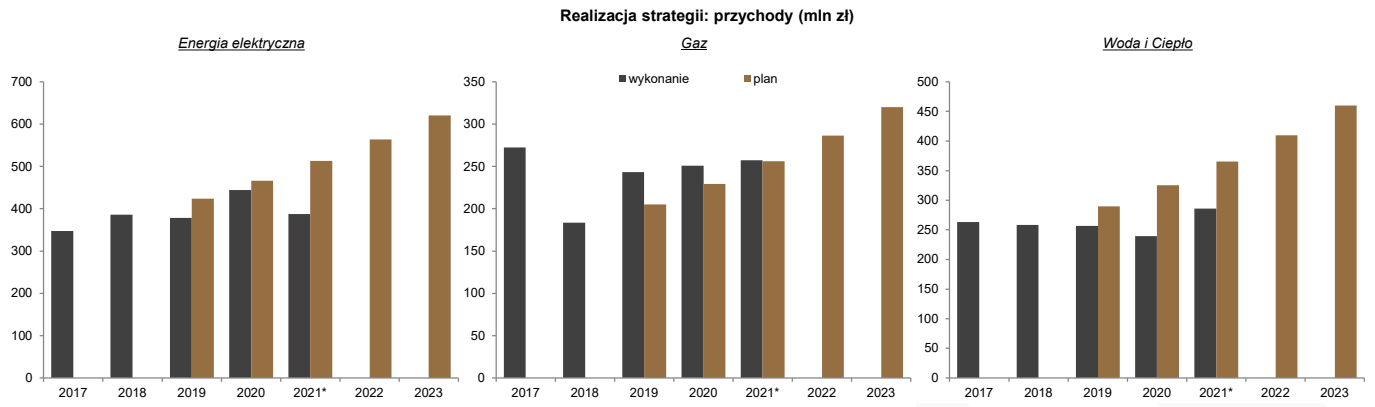
PRZESTRZELONE CELE FINANSOWE

Cele finansowe Apatora zapisane w strategii na lata 2019-23 należy uznać za nierealne do wykonania. Zarząd zapowiedział rewizję celów strategicznych, jednak na ich publikację trzeba będzie poczekać do początku 2022 r.

Przychody

Na poziomie przychodów trudno osiągać dynamiki założone w strategii (10-12% p.a., w zależności od segmentu). W każdym obszarze wartość sprzedaży jest stabilna od 5 lat, a większe wahnięcia w poszczególnych latach są skutkiem zdarzeń jednorazowych (np. dodatkowe 55 mln zł ze sprzedaży liczników w ramach wdrażania w Polsce tzw. rynku mocy – segment EE).

Brak oczekiwanego wzrostu sprzedaży



* wykonanie roku 2021 na podstawie LTM

Źródło: Apator, Noble Securities

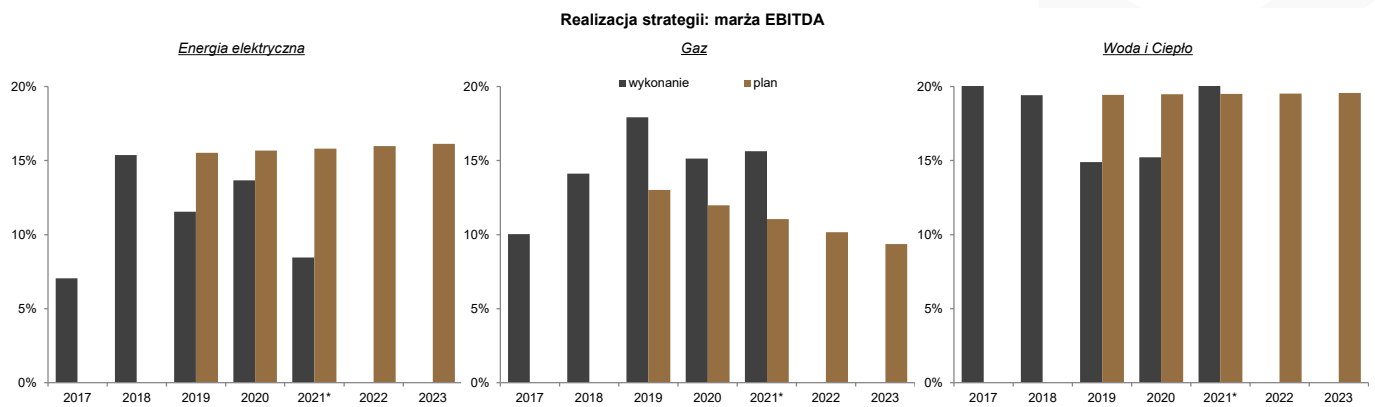
Naszym zdaniem Apator nie jest w stanie zwiększać przychodów w zakładanym przez Zarząd tempie w sposób organiczny. Konieczne są przejęcia dużych podmiotów, co pozwoliłoby na skokowy przyrost sprzedaży. W przeciwnym wypadku spółka jest skazana na walkę o utrzymanie poziomu sprzedaży poprzez ciągły wzrost wolumenów produkcji (w środowisku spadających cen jednostkowych).

Problemu z dynamiką przychodów niestety nie rozwiążą akwizycje mniejszych podmiotów, jak np. zapowiedziane przejęcie ZE TWERD. Choć sam kierunek uznajemy za atrakcyjny (kompetencje i produkcja w zakresie podzespołów do OZE), to już wielkość podmiotu (5 mln zł przychodów i 0,2 mln zł zysku netto za 2020 r.) jest niewystarczająca, aby wyraźnie zwiększyć wyniki Grupy Apator, a cena do zapłacenia (kilkanaście mln zł – deklaracja zarządu Apatora) wydaje się nieadekwatna do generowanych wyników finansowych.

Marże

Apator ma też problemy z wykonaniem celów rentowności EBITDA, szczególnie w obecnym otoczeniu biznesowym (rosnące koszty, duża konkurencja).

Postępująca erozja marż, najbardziej widoczna w segmencie energii elektrycznej



* wykonanie roku 2021 na podstawie 9 m-cy

Źródło: Apator, Noble Securities

REKOMENDACJA

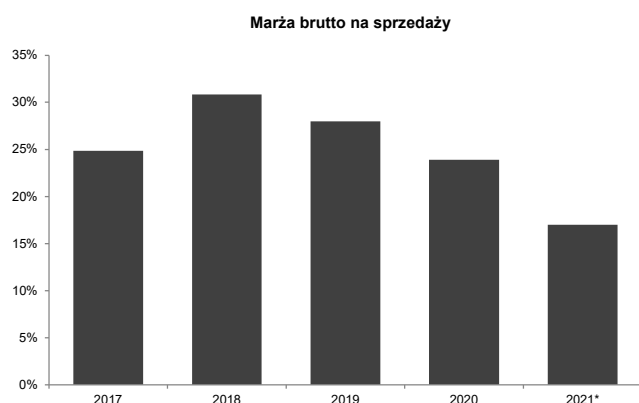
Największych odchyień należy się spodziewać w segmencie energii elektrycznej z uwagi na:

- presję kosztową (komponenty),
- trudności z przeniesieniem wzrostu kosztów na odbiorców (przetargi publiczne, duży klienci),
- presję konkurencyjną (aktywność podmiotów chińskich lub powiązanych – np. Sonel).

Najlepiej erozję marż pokazuje wykres marży brutto na sprzedaży (poniżej), z 2 zastrzeżeniami:

- w 2017 r. niska rentowność wynikała z odpisów w Rectorze i Elkomtechu (łącznie ok. 14 mln zł, ok. 4 p.p.),
- w 2019 r. Apator utworzył rezerwy na naprawy gwarancyjne (w pozostałe koszty operacyjne, co obniżyło EBIT/EBITDA) na kwotę ok. 10 mln zł (+2,5 p.p. na marży).

Coraz niższe marże w segmencie energii elektrycznej



* wykonanie roku 2021 na podstawie 9 m-cy

Źródło: Apator, Noble Securities

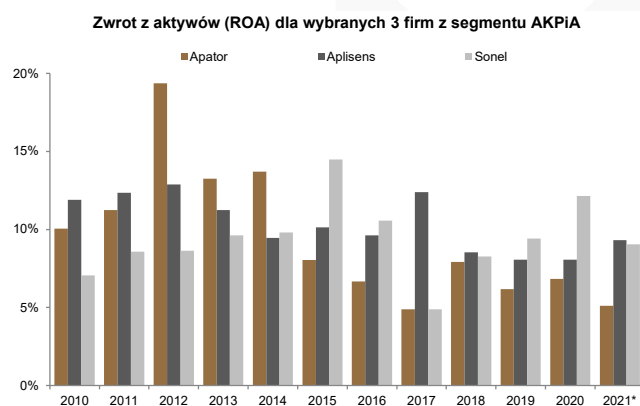
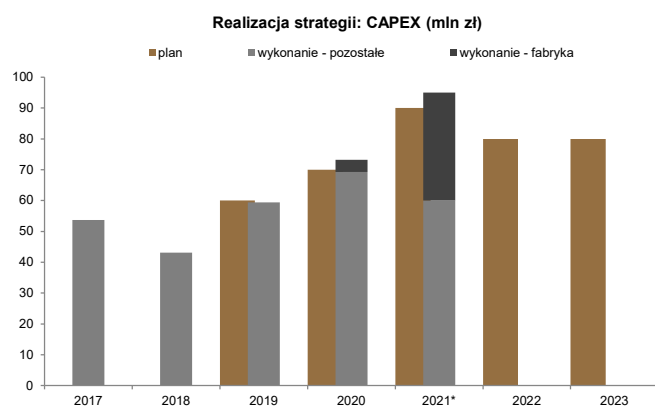
Lepiej jest w segmencie gazu, gdzie nie ma tak silnej presji konkurencyjnej, a sprzedaż realizowana jest w dużej części (ok. 75%) na eksport. Wysoki udział sprzedaży zagranicznej pozwala zamortyzować rosnące koszty poprzez korzystny kurs walutowy.

Plan dotyczący rentowności EBITDA realizowany jest w segmencie Wody i Ciepła (WiC), szczególnie po przeprowadzonej w Powogazie restrukturyzacji (lata 2019-20). Dodatkowo można liczyć na co najmniej utrzymanie marż po dyslokacji produkcji do nowego zakładu (1H2022). Rynek klientów jest bardziej rozdrobniony co pozwala stosunkowo łatwo i szybko przenosić wzrost kosztów na odbiorców.

CAPEX

Jednocześnie spółka realizuje z dość dużą dokładnością zakładane w strategii wydatki inwestycyjne. Przy znacznie niższych od planowanych zyskach, efektywność tych inwestycji (mierzona zwrotem z aktywów – ROA) jest niska. Szczególnie jeśli porównać ją do innych firm z sektora AKPIA.

Rosnąca sprzedaż przy wysokim udziale kanału on-line



* wykonanie roku 2021 na podstawie 9 m-cy

Źródło: Apator, Aplisens, Sonel, Noble Securities

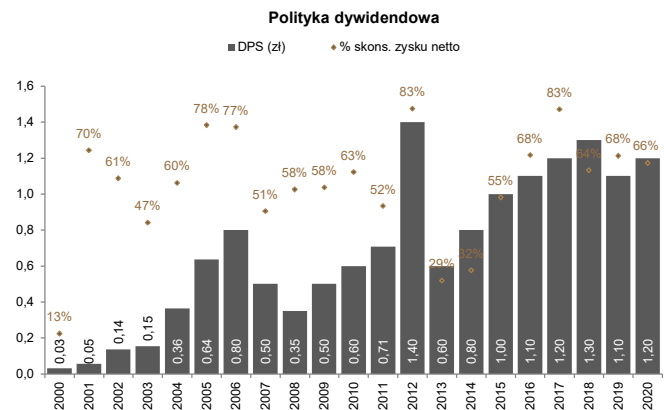
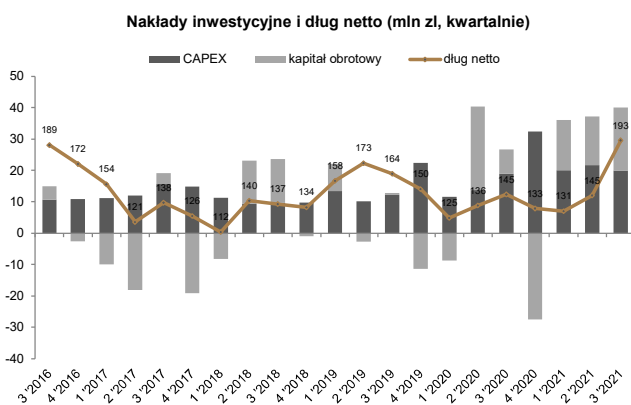
REKOMENDACJA

Zadłużenie

Wzrost nakładów inwestycyjnych (CAPEX) przy niesatysfakcjonującym poziomie zysków odbija się negatywnie na strukturze bilansu (rosnące zadłużenie). Dochodzi do tego konieczność zwiększenia wydatków na finansowanie kapitału obrotowego netto (KON).

Wzrost zadłużenia może w przyszłości ograniczyć zdolność spółki do wypłaty dywidendy, a stabilność polityki dywidendowej była ważnym atutem Apatora. W ostatnich 5 latach spółka wypłacała średnio 70% skonsolidowanego zysku netto (powtarzalnego).

Rosnąca sprzedaż przy wysokim udziale kanału on-line



Źródło: Apator, Noble Securities

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 wzmacnianie 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.

REKOMENDACJA

KOREKTA PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH

Korekta prognoz finansowych dotyczy przede wszystkim:

- Niższej sprzedaży w obszarze energii elektrycznej (przyczyna: brak zastąpienia dużych jednorazowych dostaw z 2020 r.) przy odbiciu w segmencie wody i ciepła (wyższy popyt i rosnące ceny jednostkowe). W gazie sytuacja stabilna.
- Generalnego pogorszenie rentowności w segmentach EE oraz gazu na skutek negatywnych trendów w otoczeniu biznesowym (rosnące ceny komponentów, presja konkurencyjna, trudności z przeniesieniem kosztów na ceny produktów). Lepiej radzi sobie segment WiC, gdzie ww. niekorzystne tendencje nie są tak odczuwalne.
- Wyniku na transakcji jednorazowej w 2021 r. - sprzedaż nieruchomości w Poznaniu (fabryka Powogazu): kwota transakcji 63,5 mln zł, wpływ na EBITDA +34,1 mln zł, na zysk netto +27 mln zł. W poprzednim raporcie zakładaliśmy ujęcie wyniku na transakcji w sprawozdaniu za 2020 r.
- Nieco wolniejszego tempa realizacji inwestycji (rozłożenie na dłuższy okres – skutki pandemii) i w efekcie przesunięcia wzrostu amortyzacji na kolejne lata.
- Wysokich nakładów na kapitał obrotowy netto (przede wszystkim zapasy) w 2021 r. skutkujących wzrostem zadłużenia, pomimo wpływów ze sprzedaży nieruchomości. W 2022 r. zakładamy powrót głównych pozycji kapitału obrotowego do poziomów zbliżonych do średnich historycznych, stąd spadek zadłużenie w kolejnych okresach.
- Niższe prognozowane zyski wpłyną negatywnie na wysokość wypłaconej dywidendy, choć bezpieczna struktura bilansu (DN/EBITDA≈1x) pozwoli utrzymać wskaźniki wypłaty na założonym poziomie (tj. ok. 70% skonsolidowanego zysku netto).

	2018	2019	2020	2021P nowa	2021P stara	zmiana	2022P nowa	2022P stara	zmiana	2023P nowa	2023P stara	zmiana
Przychody	828	878	935	940	958	-2%	992	1011	-2%	1048	1066	-2%
energia elektryczna	386	378	444	378	450	-16%	396	472	-16%	416	496	-16%
gaz	184	243	251	270	265	2%	286	280	2%	303	297	2%
woda i ciepło	258	257	240	292	243	20%	310	258	20%	329	274	20%
Zysk brutto na sprzedaży	259	238	239	218	248	-12%	229	258	-11%	238	273	-13%
EBITDA	133	126	131	163	141	16%	134	153	-13%	144	156	-8%
energia elektryczna	59	48	61	34	66	-48%	36	71	-49%	38	72	0
gaz	26	44	38	40	47	-15%	40	51	-21%	44	52	0
woda i ciepło	50	38	36	92	36	155%	61	39	56%	66	41	1
pozostałe	-2	-4	-4	-3	-8		-4	-8		-4	-8	
EBITDA skor.	133	126	131	129	141	-8%	134	153	-13%	144	156	-8%
Amortyzacja	42	50	53	59	60	-2%	65	67	-4%	69	64	7%
EBIT	91	76	79	105	81		69	86		75	91	
Działalność finansowa	1	-3	3	-2	-2		-3	-2		-2	-3	
Zysk netto	67	53	60	77	61		48	64		53	68	
Zysk netto skor.	68	53	60	50	61	-18%	48	64	-25%	53	68	-22%
Inwestycje i akwizycje	51	59	73	95	119		76	87		73	81	
Dług netto	143	150	132	167	135	24%	138	144	-4%	133	149	-11%
P/E	8,2	10,2	9,1	10,9	9,0		11,3	8,5		10,3	8,0	
EV/EBITDA	5,2	5,5	5,2	5,5	4,8		5,1	4,5		4,7	4,5	

Źródło: Apator, P - prognozy Noble Securities

Rachunek zysków i strat	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	828	878	935	940	992	1 048
Zysk brutto na sprzedaży	259	238	239	218	229	238
Koszty sprzedaży	42	40	32	34	35	37
Koszty ogólnego zarządu	120	123	126	125	125	126
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-6	2	-2	44	0	0
EBIT	91	76	79	105	69	75
Koszty i przychody finansowe netto	1	-3	3	-2	-3	-2
Zysk przed opodatkowaniem	92	74	82	103	66	72
Podatek dochodowy	23	19	20	24	17	18
Zysk netto przyp. akc. jedn. dominującej	67	53	60	77	48	53
Zysk netto powtarzalny	68	53	60	50	48	53
Amortyzacja	42	50	53	59	65	69
EBITDA skor.	133	126	131	129	134	144

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

Bilans	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Aktywa	839	888	875	964	955	979
Aktywa trwałe	443	435	456	485	501	509
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	278	266	291	336	356	368
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	120	124	126	126	126	126
Inne aktywa trwałe	44	45	40	23	19	16
Aktywa obrotowe	378	404	377	446	430	454
Zapasy	166	152	155	232	204	215
Należności	175	182	164	180	190	201
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	34	65	53	30	31	33
Inne aktywa obrotowe (np. instr. pochodne)	4	5	4	4	4	4
Pasywa	839	888	875	964	955	979
Kapitał własny razem	477	493	517	568	583	605
Zobowiązania długookresowe	55	58	47	36	26	24
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	24	16	4	4	4	4
Inne	31	42	42	32	22	20
Zobowiązania krótkookresowe	307	337	311	360	346	350
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	139	139	125	170	152	160
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	87	87	74	77	82	86
Inne	82	111	112	112	112	104

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

REKOMENDACJA

Rachunek przepływów pieniężnych	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Zysk netto przed opodatkowaniem	93	74	82	103	66	72
Amortyzacja	42	50	53	59	65	69
Zmiana kapitału obrotowego	26	-17	1	90	-22	17
Zapłacony podatek dochodowy	-19	-17	-16	-16	-9	-10
CF operacyjny	90	121	125	56	144	114
CAPEX	-43	-59	-73	-95	-76	-73
Inwestycje kapitałowe	-8	0	0	0	0	0
Dezinvestycje i inne	0	1	2	3	4	5
CF inwestycyjny	-45	-52	-60	-72	-76	-73
Ruchy na kapitale akcyjnym	-5	-3	0	0	0	0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	-5	-8	-23	35	-28	-3
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-37	-40	-33	-27	-33	-32
CF finansowy	-57	-64	-70	8	-61	-34
CF	-12	5	-5	-7	7	7
Stan środków pieniężnych na początek okresu	42	29	34	29	22	29
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	29	34	29	22	29	36

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

Wybrane wskaźniki	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
marża EBITDA skor.	16,1%	14,4%	14,0%	13,7%	13,5%	13,7%
marża EBIT skor.	11,0%	8,7%	8,4%	7,5%	7,0%	7,1%
marża netto skor.	8,2%	6,1%	6,4%	5,3%	4,8%	5,1%
Dług netto	143	150	132	167	138	133
Dług netto/EBITDA	1,1	1,2	1,0	1,3	1,0	0,9
Liczba akcji	33,1	32,9	32,8	32,8	32,8	32,8
Dywidenda na akcję	1,30	1,10	1,20	1,00	0,97	1,07
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

Roczne stopy wzrostu	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	-6%	6%	7%	1%	6%	6%
EBITDA skor.	30%	-5%	4%	-1%	3%	8%
EBIT skor.	45%	-16%	3%	-10%	-2%	8%
Zysk netto skor.	41%	-21%	13%	-17%	-4%	10%

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

REKOMENDACJA

OBIAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W REKOMENDACJI

BV – wartość księgowa
EV – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto
EBIT – zysk operacyjny
CF (CFO) – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej
NOPAT – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku
EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
EBITDAA – EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli
EPS – zysk netto przypadający na 1 akcję
DPS – dywidenda przypadająca na 1 akcję
P/E – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję
P/EBIT – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję
P/EBITDA – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję
P/BV – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję
EV/EBIT – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego
EV/EBITDA – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację
ROE – stopa zwrotu z kapitału własnego
ROA – stopa zwrotu z aktywów
WACC – średni ważony koszt kapitału
FCFF – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli
Beta – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu
SG&A – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży

PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA REKOMENDACJI

Niniejsza rekomendacja, zwana dalej „Rekomendacją” została przygotowana przez Noble Securities S.A. („NS”) z siedzibą w Warszawie.

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

Przedstawione w Rekomendacji 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.

Rekomendacja wydawana przez NS obowiązuje przez okres 9 miesięcy, chyba, że zostanie wcześniej zaktualizowana. Aktualizacja jest uzależniona od sytuacji rynkowej oraz subiektywnej oceny Analityka.

System wydawania rekomendacji ma poniższą charakterystykę:

Kupuj – oznacza, co najmniej +20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Akumuluj – oznacza, między +5% a +20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Trzymaj – oznacza, między -5% a +5% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Redukuj – oznacza, między -5% a -20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Sprzedaj – oznacza, co najmniej -20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia.

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W REKOMENDACJI

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 WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ REKOMENDACJI

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Rekomendacji należne od NS nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS lub z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od NS z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta.

NS jest lub był w ciągu 12 miesięcy stroną umów z Stalprodukt S.A. dotyczących świadczenia usług maklerskich

Jest możliwe, że NS ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta.

ROZWIĄZANIA ORGANIZACYJNE I ADMINISTRACYJNE ORAZ BARIERY INFORMACYJNE USTANOWIONE W CELU ZAPOBIEGANIA KONFLIKTOM INTERESÓW ORAZ ICH UNIKANIA

Szczegółowe zasady postępowania w przypadku powstania konfliktów interesów zawarte są w „Regulaminie zarządzania konfliktami interesów w Noble Securities S.A.” dostępnym na stronie internetowej www.noblesecurities.pl w zakładce: „O nas”/„Regulacje”/„Polityka informacyjna”.

Struktura wewnętrzna NS zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów oraz zapobiega powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku powstania takiego konfliktu umożliwia ochronę interesów Klienta przed szkodliwym wpływem tego konfliktu. W szczególności Analitycy nie posiadają dostępu do informacji o transakcjach zawieranych na rachunek własny NS oraz do zleceń Klientów. NS dba o to, by nie istniała możliwość wywierania przez osoby trzecie jakiegokolwiek niekorzystnego wpływu na sposób wykonywania pracy przez Analityków. NS dba o to, by nie istniały żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników jednej jednostki organizacyjnej oraz wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub wysokością przychodów osiągniętych przez tę inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową, który ma na celu zabezpieczenie informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej oraz zapobieganie nieuzasadnionemu ich przepływowi bądź niewłaściwemu ich wykorzystaniu. NS ogranicza do niezbędnego minimum krąg osób mających dostęp do informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej. W celu kontrolowania dostępu do istotnych informacji o charakterze niepublicznym,

REKOMENDACJA

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 Rekomendacji wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Rekomendacji. Zakazane jest przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Rekomendacji, proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Rekomendacji, zawierającej treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący zasad zawierania transakcji osobistych przez osoby zaangażowane, który m.in. zabrania wykorzystywania do transakcji osobistych informacji uzyskanych w związku z wykonywanymi czynnościami służbowymi. Ponadto Analitycy nie mogą zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Rekomendacji, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Rekomendacji 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 Rekomendacja została przygotowana 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 Rekomendacja wskazuje adresy stron internetowych, z których korzystano przy sporządzeniu Rekomendacji ani Analityk ani NS nie biorą odpowiedzialności za zawartość tych stron.

Inwestowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Rekomendacja nie może być traktowana 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 Rekomendacji nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez NS.

Ostateczna decyzja w zakresie dokonania określonych transakcji w oparciu o Rekomendację, w szczególności zbycia lub nabycia instrumentu finansowego lub powstrzymania się od dokonania takich transakcji, należy wyłącznie do inwestora.

Rekomendacja została przygotowana 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 partykularnych lub wskazań konfliktów interesów. Rekomendacja 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.

Rekomendacja ani żaden z jej zapisów nie stanowi:

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - kodeks cywilny,
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- publicznego proponowania nabycia instrumentów finansowych ani 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 o obrocie instrumentami finansowymi.

Rekomendacja

- jest dystrybuowana wśród Klientów i pracowników NS. Skrót rekomendacji może być upubliczniony na stronie internetowej NS www.noblesecurities.pl,
- jest przeznaczona do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczona 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 Rekomendacji zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Rekomendacji.

UWAGI KOŃCOWE

Analityk sporządzający Rekomendację: Michał Sztabler

Data i godzina zakończenia sporządzania Rekomendacji: 29.11.2020 godz. 11:10. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Rekomendacji: 29.11.2020 godz. 11:15.

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

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydane rekomendacje/aktualizacje dotyczące Apator SA

Rekomendacja/aktualizacja	Trzymaj	Kupuj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj	Kupuj
Data wydania	05.01.2017	04.12.2017	12.06.2018	07.01.2019	28.11.2019	27.11.2020
Kurs z dnia rekomendacji	29,7	28,0	26,0	22,8	21,4	22,3
Cena docelowa	31,7	31,8	29,0	31,0	24,4	28,9
WIG w dniu rekomendacji	52 750,26	62 350,23	58 975,59	58 971,40	57 502,28	53.302,48

REKOMENDACJA

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)
OncoArendi	Kupuj	48,1	38,4	38,60	25%	16.11.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Amica	Akumuluj	157,6	131,6	121,20	30%	18.10.2021	9M	Michał Sztabler
Ten Square Games	Kupuj	549,3	382,6	352,00	56%	18.10.2021	9M	Maciej Kietliński
TIM	nd	62,3	42,6	39,85	56%	14.10.2021	24M	Michał Sztabler
Forte	Trzymaj	51,5	53,5	44,85	15%	11.10.2021	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	41,2	22,5	22,90	80%	07.10.2021	24M	Krzysztof Radojewski
Wielton	Trzymaj	13,4	12,4	9,96	34%	28.09.2021	9M	Michał Sztabler
Ryvu Therapeutics	Akumuluj	71,7	51,4	59,00	21%	23.09.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	7,7	5,0	4,59	68%	09.09.2021	24M	Krzysztof Radojewski
Ailleron	nd	25,2	13,7	13,20	91%	02.09.2021	24M	Dariusz Dadej
Aplisens	nd	17,8	13,1	14,20	25%	31.08.2021	24M	Michał Sztabler
11 bit studios	Trzymaj	455,3	460,2	521,00	-13%	27.08.2021	9M	Maciej Kietliński
Sonel	nd	15,2	11,8	10,05	51%	16.08.2021	24M	Michał Sztabler
Celon Pharma	Kupuj	59,4	39,3	32,75	81%	12.08.2021	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Akumuluj	29,3	24,9	37,05	-21%	05.08.2021	9M	Michał Sztabler
Krynicky Recykling	nd	32,9	20,0	20,60	60%	13.07.2021	24M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Kupuj	977,0	836,0	794,00	23%	09.07.2021	9M	Maciej Kietliński
Selvita	Trzymaj	87,0	84,0	76,30	14%	30.06.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Redukuj	253,7	269,0	335,90	-24%	22.06.2021	9M	Dariusz Dadej
Aplisens	nd	17,5	12,8	14,20	23%	08.06.2021	9M	Michał Sztabler
Boombit	Kupuj	32,1	26,4	16,44	95%	26.05.2021	9M	Maciej Kietliński
MCI Capital	nd	30,9	19,2			14.05.2021	24M	Krzysztof Radojewski
Krynicky Recykling	nd	25,1	19,8			10.05.2021	24M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	16,6	14,4	11,16	49%	06.05.2021	9M	Dariusz Dadej
OncoArendi	Trzymaj	50,0	49,1	38,60	30%	06.05.2021	9M	Krzysztof Radojewski
TIM	nd	39,6	28,4			05.05.2021	24M	Michał Sztabler
Artifex Mundi	Kupuj	23,1	17,0	10,10	128%	04.05.2021	9M	Maciej Kietliński
Bioton	nd	8,0	5,6	4,59	75%	20.04.2021	24M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Trzymaj	23,2	23,9			19.04.2021	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Redukuj	172,2	183,0	187,08	-8%	08.04.2021	9M	Maciej Kietliński
Forte	Akumuluj	55,0	52,0			31.03.2021	9M	Dariusz Dadej
Amica	Kupuj	219,3	144,2	121,20	81%	29.03.2021	9M	Michał Sztabler
Ryvu Therapeutics	Kupuj	66,2	53,0	59,00	12%	26.03.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Artifex Mundi	Trzymaj	12,8	12,5			01.03.2021	9M	Maciej Kietliński
Celon Pharma	Kupuj	59,6	45,8			17.02.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Ten Square Games	Kupuj	687,9	529,0	352,00	95%	11.02.2021	9M	Maciej Kietliński
Wielton	Kupuj	10,6	8,1			05.02.2021	9M	Michał Sztabler
11 bit studios	Redukuj	422,5	476,0			11.01.2021	9M	Maciej Kietliński
CD Projekt	Kupuj	388,5	296,0			16.12.2020	9M	Maciej Kietliński
LW Bogdanka	Redukuj	16,4	18,8			11.12.2020	9M	Michał Sztabler
Krynicky Recykling	nd	15,2	8,1			11.12.2020	24M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	30,4	15,0			11.12.2020	24M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	18,0	11,2			11.12.2020	9M	Michał Sztabler
Tauron PE	Kupuj	2,9	2,1	2,88	1%	03.12.2020	9M	Michał Sztabler
TIM	Kupuj	27,3	16,2			04.12.2020	24M	Michał Sztabler
Eurocash	Kupuj	18,0	13,8			02.12.2020	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Sprzedaj	211,1	253,6			02.12.2020	9M	Dariusz Dadej

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia,

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

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Starszy Analityk Akcji, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji, Maciej Kietliński - Analityk Akcji

REKOMENDACJA

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Sobiesław Kozłowski, MPW

sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

Krzysztof Radojewski

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

Biotechnologia

Michał Sztabler

michal.sztabler@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dadej

dariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel: +48 22 660 24 83

mobile: +48 781 910 497

Krzysztof Ojczyk, MPW

krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Maciej Kietliński, MPW

maciej.kietlinski@noblesecurities.pl

Deweloperzy gier

