

## Aplisens (wycena 18,3 zł)

### Rewelacyjne wyniki 4Q2022 pomimo odpisów na biznes w Rosji

Wyniki 4Q2022 oceniamy jako bardzo dobre (wzrost przychodów na wszystkich rynkach, bardzo wysoka marża), pomimo perturbacji powodowanych wojną w Ukrainie. Spółka umiejętnie wykorzystała sprzyjające warunki, jakie eksporterom dawał wysoki kurs EUR i USD. Poza tym stały wzrost sprzedaży pozwala osiągać efekty skali i poprawiać efektywność. Aplisens szybko dostosował się do warunków inflacyjnych na bieżąco aktualizując cenniki. Do produkcji wykorzystywane były jeszcze zapasy materiałów zakupionych po niższych cenach, co dodatkowo podnosiło rentowność sprzedaży.

- Przychody wzrosły o 26% r/r, co pozwoliło utrzymać pozytywny trend z poprzednich kwartałów, przy wyższej niż przed rokiem marży.
- Spółka dokonała odpisów na biznes rosyjski (6,5 mln zł kosztów wykazanych w pozostałej działalności operacyjnej). O decyzji dotyczącej koniecznych odpisów zarząd informował kilka tygodni temu, więc nie było to zaskoczeniem dla rynku.
- CF operacyjny dodatni, wyraźnie wyższy niż przed rokiem (pomimo dalszego wzrostu zapotrzebowania na kapitał obrotowy).
- Wzrost CAPEX do 2 mln zł, narastająco ok. 10 mln zł (ok. 94% planu na 2022 r.).
- Sytuacja gotówkowa ultra bezpieczna (23 mln zł gotówki netto). W IV kwartale nastąpiło odbudowanie poziomu wolnych środków finansowych (Aplisens praktycznie nie ma zadłużenia odsetkowego), po wysokich transferach środków do akcjonariuszy dokonanych w Q3: ok. 7 mln zł dywidendy i 12 mln zł buybacku.
- Spółka przekroczyła prognozowane przez nas wyniki na ten rok (po skorygowaniu o odpisy): nie doszło do załamania sprzedaży na rynki wschodnie, a dodatkowo nie było problemów z przerzuceniem na klienta wzrostu kosztów poprzez wyższe ceny swoich produktów (czego dowodem jest rosnąca marża).

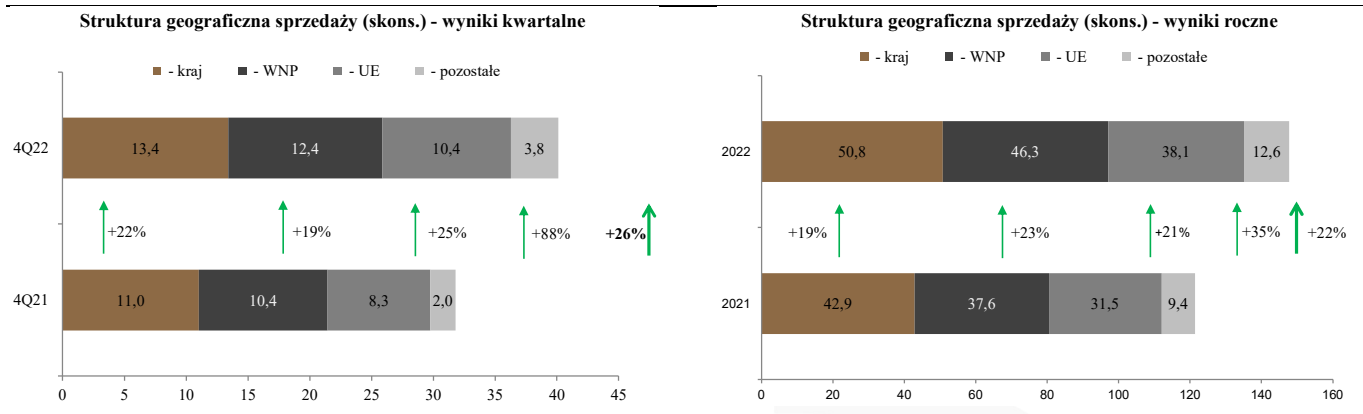
#### Komentarz do wyników

Wybrane dane finansowe (mln zł)	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	r/r	LTM	r/r	% progn. NS
<b>Przychody</b>	<b>31,8</b>	<b>29,9</b>	<b>35,8</b>	<b>42,0</b>	<b>40,1</b>	<b>26%</b>	<b>147,8</b>	<b>22%</b>	<b>103%</b>
Zysk brutto na sprzedaży	10,7	11,9	14,4	16,7	15,8	48%	58,8	34%	106%
rentowność	34%	40%	40%	40%	39%		40%		
Koszty sprzedaży + zarządu	6,4	5,8	6,4	6,9	6,9	8%	26,0	18%	98%
% sprzedaży	20%	19%	18%	16%	17%		18%		
Saldo pozostałej działalności oper.	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-6,7		-6,8		
<b>EBIT</b>	<b>4,1</b>	<b>6,0</b>	<b>7,9</b>	<b>9,9</b>	<b>2,2</b>	<b>-47%</b>	<b>26,0</b>	<b>20%</b>	<b>89%</b>
rentowność	13%	20%	22%	23%	5%		18%		
<b>EBITDA</b>	<b>5,9</b>	<b>7,8</b>	<b>9,8</b>	<b>11,7</b>	<b>10,6</b>	<b>78%</b>	<b>39,8</b>	<b>38%</b>	<b>107%</b>
rentowność	19%	26%	27%	28%	26%		27%		
amortyzacja	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	4%	7,3	0%	92%
Saldo działalności finansowej	-0,4	-0,3	-0,5	0,3	0,3		-0,2		
<b>Zysk netto</b>	<b>3,2</b>	<b>4,7</b>	<b>6,1</b>	<b>8,1</b>	<b>1,5</b>	<b>-52%</b>	<b>20,4</b>	<b>19%</b>	<b>87%</b>
rentowność	10%	16%	17%	19%	4%		14%		
<b>Zysk netto powtarzalny</b>	<b>3,2</b>	<b>4,7</b>	<b>6,1</b>	<b>8,1</b>	<b>8,0</b>	<b>154%</b>	<b>27,0</b>	<b>57%</b>	<b>115%</b>
rentowność	10%	16%	17%	19%	20%		18%		
<b>Dług netto</b>	<b>-28,7</b>	<b>-29,5</b>	<b>-33,7</b>	<b>-17,7</b>	<b>-23,3</b>	<b>-19%</b>	<b>-23,3</b>	<b>-19%</b>	<b>98%</b>
Oper. CF	4,7	1,4	7,3	6,2	7,1	52%	22,1	5%	94%
CAPEX	1,6	1,5	2,7	3,4	2,0	28%	9,6	66%	94%
<b>P/E</b>	<b>11,1</b>	<b>10,5</b>	<b>10,1</b>	<b>8,5</b>	<b>6,9</b>		<b>6,9</b>		
<b>EV/EBITDA</b>	<b>5,6</b>	<b>5,3</b>	<b>5,0</b>	<b>4,7</b>	<b>4,0</b>		<b>4,0</b>		

Źródło: Aplisens, P - prognozy Noble Securities

1. **Skonsolidowane przychody w Q4/2022 wzrosły o 26% r/r (+8,3 mln zł)**, a liderem wzrostów były tym razem pozostałe rynki (prawie x2 r/r):
  - a) Na rynku krajowym Aplisens zanotował 22-proc. wzrost sprzedaży (w całym roku +18%).
  - b) Dynamika sprzedaży na rynki wschodnie wciąż była wysoka (20%, narastająco 23%), choć spodziewaliśmy się spadków wynikających z ograniczenia zamówień po wybuchu wojny w Ukrainie. W 4Q2022 wciąż dobrze radziła sobie spółka rosyjska (choć w coraz mniejszym stopniu bazowała na wyrobach kupowanych w Aplisens SA); nastąpiło też odbicie sprzedaży w spółce białoruskiej (intensyfikacja sprzedaży na rynki inne niż białoruski: Kazachstan, Uzbekistan, Gruzja, Azerbejdżan, Armenia, Turkmenistan). Dekonsolidacja podmiotu rosyjskiego nastąpiła w 02/2023, tak więc w 1Q2023 będzie jeszcze nieznaczny wpływ tej spółki na wyniki skonsolidowane.
  - c) Duże wzrosty zanotowały także rynki UE (+25% r/r, narastająco 21%), z uwagi na wzrosty sprzedaży w Niemczech, w Rumunii oraz w Czechach. Dodatnia dynamika to też zasługa pozytywnych relacji kursowych.
  - d) Pozostałe rynki wzrosły w tempie 88% r/r (w całym roku +35%). Wraz z uzyskaniem certyfikatów dopuszczających wyroby spółki na rynek USA i Kanady, które miało miejsce pod koniec II kwartału 2021 roku, silnie wzrasta sprzedaż do krajów Ameryki Północnej.

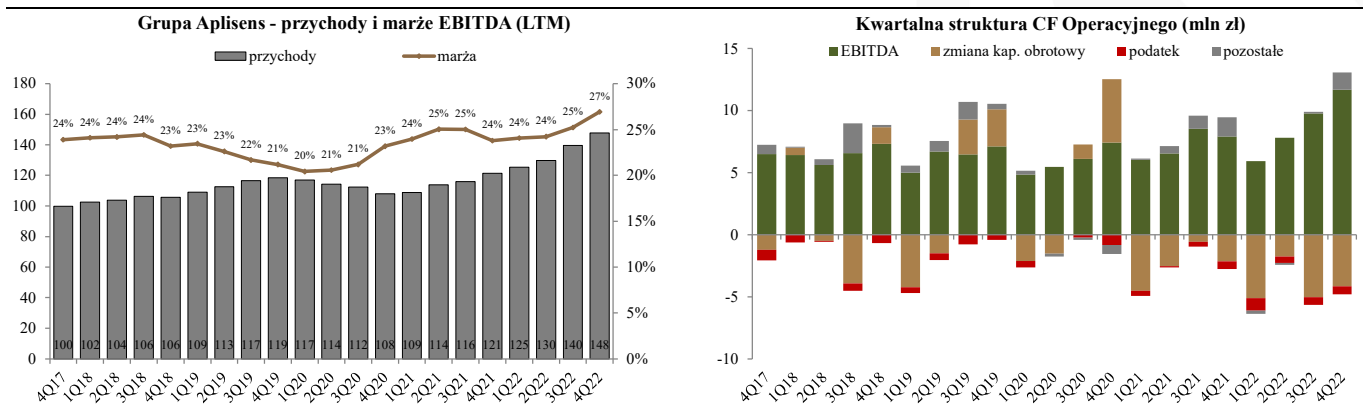
**Wzrosty przychodów na wszystkich rynkach**



Źródło: Aplsens, Noble Securities

- W IV kwartale 2022 r. rentowność pozostawała bardzo wysoka (+5,8 p.p. r/r), niewiele niższa niż w rekordowym 2Q2022 (40,2%). Ostatni raz rentowność brutto na sprzedaży w okolicach 40% Aplsens notował w 2013/14 roku.
- Wzrosły koszty ogólne, jednak w tempie wyraźnie niższym niż przyrost wyniku brutto.
- W pozycji pozostałych kosztów operacyjnych Aplsens zaksięgował odpis na aktywa spółki rosyjskiej (6,5 mln zł), co znacząco obniżyło raportowany zysk operacyjny.
- Dzięki wysokiej nadwyżce gotówki na rachunku spółka zanotowała dodatni wynik na działalności finansowej (ok. 0,3 mln zł vs ok. -0,4 mln zł przed rokiem).
- Wciąż wysokie było zapotrzebowanie na kapitał obrotowy. Zapasy wzrosły w IV kwartale o kolejne 2 mln zł, a należności były niższe o 1,3 mln zł. Na tym tle duży był spadek zobowiązań handlowych (-3,5 mln zł), co wpłynęło na obniżenie poziomu gotówki. 4Q2022 był ósmym z kolei kwartałem przyrostu kapitału obrotowego (KON), od początku 2021 r. wzrósł o 26 mln zł.
- CAPEX w IV kwartale wyniósł ok. 2 mln zł. W całym roku wydatki inwestycyjne sięgnęły ok. 10 mln zł, co było zgodne z zapowiedziami Zarządu spółki.
- Spółka utrzymuje bardzo silną pozycję gotówkową (23,5 mln zł aktywów finansowych przy minimalnym zadłużeniu; ok. 2 zł/akcję).

**Rekordowe wyniki finansowe, wysoki CF operacyjny**



Źródło: Aplsens, Noble Securities

**Perspektywy na kolejne okresy:**

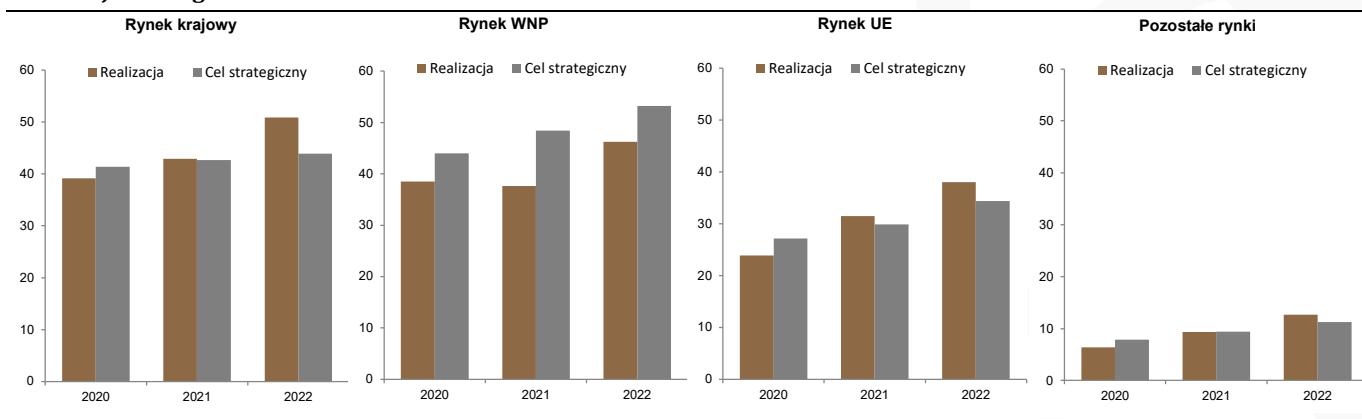
- Zarząd wskazuje na utrzymujący się silny popyt na wyroby spółki, zamówienia pozostają wyższe r/r. 1Q2023 powinien być lepszy r/r, choć widoczne będą pierwsze oznaki pogorszenia: niższa sprzedaż na rynku rosyjskim, presja na marże z uwagi na stopniowe wyczerpywanie komponentów kupionych po niższych cenach.
- Generalnie lepszych wyników spodziewamy się w I i II kwartale; od II półrocza możliwy jest spadek marży i niższa dynamika wzrostu przychodów (efekt bazy, możliwe wyhamowanie popytu). Zarząd wielokrotnie wskazywał, iż z uwagi na specyfikę realizacji zamówień ma dość krótką perspektywę w ocenie przyszłości (ok. 2 miesiące do przodu).
- Wciąż ograniczona dostępność komponentów nie pozwala na wyraźną redukcję poziomu zapasów.
- Zarząd spodziewa się spadku kosztów mediów w 2023 r. w związku z coraz większym uniezależnieniem od zakupu gazu dla celów grzewczych. Spółka poczyniła w ub.r. inwestycje w pompy ciepła w swoich zakładach, niedługo ma też zostać uruchomiona instalacja PV (0,5 MW, koszt ok. 1,5 mln zł).

- CAPEX'23 niższy niż oczekiwaliśmy (<10 mln zł vs 13 mln zł w prognozach NS). Zgodnie ze strategią w kolejnych latach nastąpić ma stopniowe zwiększanie wydatków inwestycyjnych.
- Zarząd deklaruje utrzymanie polityki dywidendowej. W kwestii buybacku nie podjęto jeszcze ostatecznych decyzji. Na realizację programu motywacyjnego konieczne jest skupienie <300 tys. akcji (<5 mln zł przy obecnym kursie), co nastąpi w II połowie roku. Ewentualne zwiększenie kwoty do ok. 10 mln zł (buyback w celu umorzenia akcji), jak było w ostatnich dwóch latach jest mniej prawdopodobne. Przy niższych wydatkach na buyback należy spodziewać się wyższej dywidendy. W ostatnich latach na transfery do akcjonariuszy (dywidenda + buyback) Aplisens przeznaczał rocznie ok. 15-20 mln zł. Bardzo dobre wyniki za 2022 r. i posiadane nadwyżki finansowe pozwalają oczekiwać dywidendy na poziomie min. 10 mln zł (przy 5-milionowym buybacku), czyli ok. 1 zł/akcję (DY=6%). Naszym zdaniem potencjał jest zdecydowanie wyższy (łącznie nawet >20 mln zł, ponad 10% kapitalizacji spółki).
- Zgodnie z celami finansowymi ujętymi w nowej strategii, w 2023 r. należy spodziewać się wzrostu sprzedaży na wszystkich kluczowych rynkach (PL, UE, pozostałe); jedynie rynek WNP zanotuje spadki. Dekonsolidacja podmiotu rosyjskiego to obniżenie przychodów o ok. 20 mln zł r/r (ok. 13% ubiegłorocznych przychodów). Pokrycie tak dużego ubytku będzie wyzwaniem dla spółki. Uważamy, że należy liczyć się z pewnym uszczupleniem sprzedaży (ok. 5%), a wzrostów spodziewamy się dopiero w kolejnych latach. Marża również będzie niższa r/r, gdyż do produkcji wchodziły komponenty nabywane po wyższych cenach (metoda FIFO). Przy braku wzrostów sprzedaży nie można też liczyć na obniżkę kosztów jednostkowych wynikającą z wyższej efektywności produkcji.
- Mocną stroną Aplisensa pozostaje silny bilans (cash netto) pozwalający na wysokie transfery do akcjonariuszy.

### **Nowa strategia na lata 2023-25:**

Z końcem 2022 r. Aplisens zakończył realizację strategii na lata 2020-22. Na poziomie przychodów wykonanie wyniosło 90% i było zbliżone do poziomu wykonani poprzednich 3-letnich planów strategicznych. Spółce udało się wykonać plan na rynku krajowym (104%), rynku unijnym (102%), oraz rynkach pozostałych (100%). Słabiej było tylko na rynkach WNP (84%), na co wpływ miał przede wszystkim wybuch wojny w Ukrainie, skutkujący obniżeniem sprzedaży w Rosji oraz na Białorusi, nie pozwolił też w pełni wykorzystać potencjał rynku ukraińskiego.

### **Realizacja strategii 2020-22**

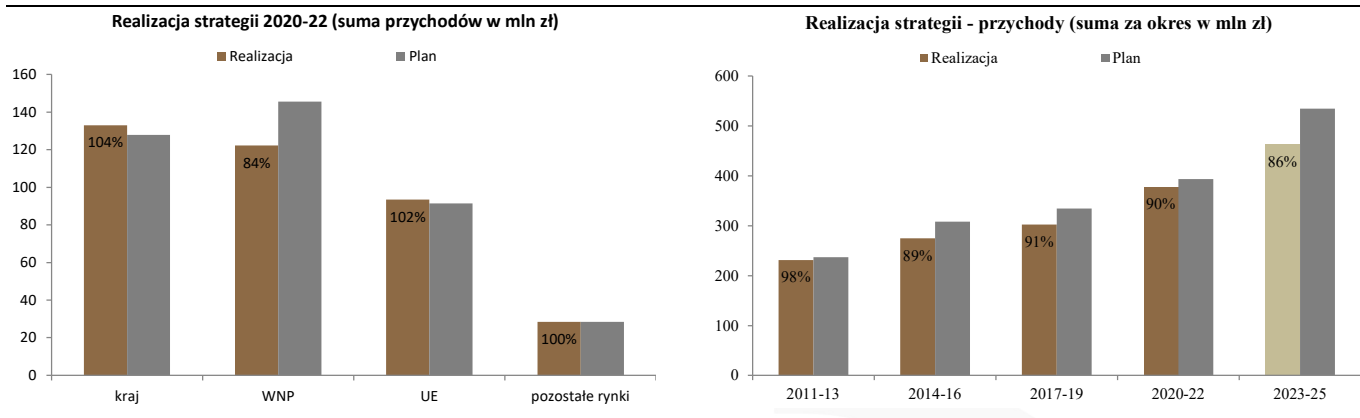


Źródło: Aplisens, Noble Securities

W porównaniu do poprzedniej nowa strategia Aplisensa zakłada wyższą dynamikę na prawie wszystkich rynkach: krajowym średniorocznie 12% (vs 2% poprzednio), unijnym 15% (vs 9%) oraz pozostałych rynkach 24% (vs 19%).

Prognozy na lata 2023-25 zakładają brak dochodów z rynku rosyjskiego (co obniża skonsolidowane przychody o ok. 20 mln zł) i w konsekwencji jedynie utrzymanie poziomu sprzedaży do krajów WNP (już po korekcie o przychody z Rosji). Nie uwzględniono powrotu na rynek rosyjski oraz rozwój rynku ukraińskiego w następstwie zakończenia działań wojennych.

Nowe prognozy nie uwzględniają sprzedaży na rynku rosyjskim (ok. 20 mln zł w 2022 r.). Przy takich założeniach przychody Grupy Kapitałowej ma wzrosnąć z ok. 128 mln zł w 2022 r. (baza dla prognoz po skorygowaniu o sprzedaż Aplisens Rosja) do ok. 180 mln zł w 2025 r.

**Przychody 2023-25 na tle wykonania poprzednich strategii oraz prognoz NS**


Realizacja za okres 2023-25 na podstawie prognoz Noble Securities

Źródło: Aplisens, Noble Securities

Wraz ze wzrostem skali działalności poprawiać mają się zyski Grupy. Aplisens zakłada wzrost skonsolidowanego zysku EBITDA do ok. 47 mln zł w 2025 r. (vs ok. 40 mln zł w 2022 r.). W naszych prognozach byliśmy dużo bardziej konserwatywni zakładając EBITDA w wysokości ok. 32,5 mln zł w roku 2025 (spadek rentowności na skutek pogorszenia sytuacji zewnętrznej). Przyjmując jednak prognozy Aplisensa, to przy amortyzacji na poziomie ok. 9 mln zł, braku istotnego wpływu działalności finansowej (brak zadłużenia), można oczekiwać wzrostu zysku netto z ok. 27 mln zł w 2022 r. do ok. 31,5 mln zł w 2025 r. (P/E=6x, EV/EBITDA=3,5x).

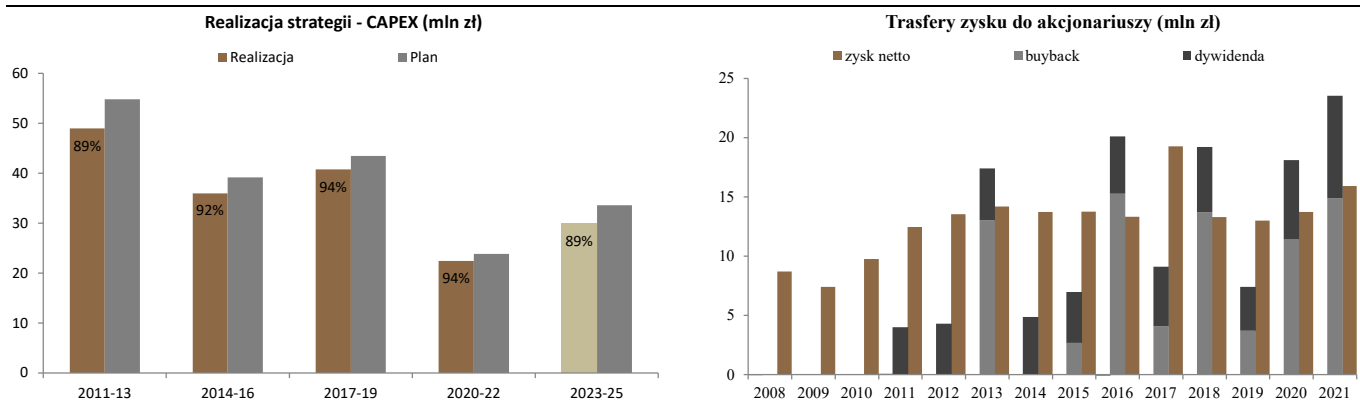
mln zł	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody raportowane</b>	<b>147,8</b>			
sprzedaż na rynku rosyjskim	19,9			
<b>Przychody skorygowane</b>	<b>127,9</b>	<b>142,0</b>	<b>159,6</b>	<b>179,9</b>
rynek krajowy	50,8	54,9	62,0	70,7
rynek WNP	26,4	25,3	25,3	25,3
rynek UE	32,9	38,2	43,9	50,0
pozostały eksport	17,8	23,7	28,4	33,8
<b>EBITDA</b>	<b>39,8</b>	<b>37,1</b>	<b>41,7</b>	<b>47,0</b>
Amortyzacja	7,3	8,7	9,2	9,3
Odpisy	6,5			
EBIT	26,0	28,4	32,5	37,7
Działalność finansowa	-0,2	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	20,4	23,6	27,0	31,3
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>27,0</b>	<b>23,6</b>	<b>27,0</b>	<b>31,3</b>
Inwestycje i KON	24,7	10,6	12,5	13,5
Dywidenda i buyback	19,0	21,8	23,5	25,6
<b>Cash netto</b>	<b>23,5</b>	<b>23,4</b>	<b>23,6</b>	<b>25,1</b>
P/E	7,0	8,0	7,0	6,1
EV/EBITDA	4,2	4,5	4,0	3,5

Źródło: Aplisens, P - prognozy Noble Securities na podstawie strategii Aplisens SA na lata 2023-25

W obszarze inwestycji plany na lata 2023-25 nie odbiegają istotnie od naszych prognoz, choć inaczej wygląda rozkład wydatków na poszczególne lata. CAPEX w wersji prezentowanej przez Aplisensa wynosi ok. 33,5 mln zł (pozostałe 3 mln zł stanowią wydatki na kapitał obrotowy: po 1 mln zł rocznie), w naszym modelu było to ok. 30 mln zł. Spodziewaliśmy się najwyższych wydatków w roku bieżącym (2023 r.: 13 mln zł), w kolejnych latach zakładaliśmy spadek do ok. 8-9 mln zł. Aplisens przyjął stopniowe zwiększanie nakładów: od 9,5 mln zł w 2023 r. do 12,5 mln zł w 2025 r. Większość środków zostanie przeznaczona na rozwój własnych produktów i kompetencji (na R&D łącznie 9,6 mln zł, na zakup technologii ok. 21,5 mln zł). W strategii zapisano również pozyskanie nowych produktów poprzez akwizycje (rynek krajowy), choć nie dedykowano na ten cel specjalnych funduszy, co wskazuje raczej na ewentualne wykorzystanie nadających się szans rynkowych (opportunitary) niż realizację już rozpoczętych procesów. Historycznie Aplisens dokonał tylko dwóch inwestycji (spółki o przychodach ok. 10 mln zł i zysku >1 mln zł), choć zawsze w strategii pojawiał się zapis o możliwych przejściach. Pod względem kapitałowym nie ma barier dla realizacji takich planów.

Wydatki inwestycyjne będą zbliżone do prognozowanej przez NS amortyzacji (ok. 9 mln zł średniorocznie w omawianym okresie), dlatego też gros generowanego zysku będzie mógł być przeznaczony na wypłatę dla akcjonariuszy. W dokumencie strategicznym Aplisens zakłada utrzymanie polityki dywidendowej (min. 25% jednostkowego zysku netto) oraz kontynuację programu skupu akcji własnych.

### Wydatki inwestycyjne zbliżone do amortyzacji, utrzymane transfery do akcjonariuszy



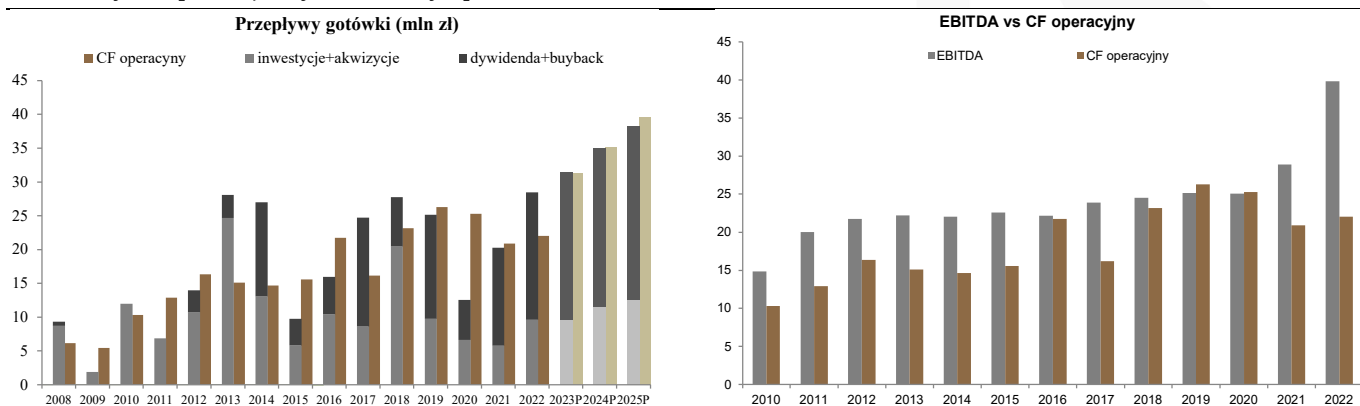
Realizacja za okres 2023-25 na podstawie prognoz Noble Securities

Źródło: Aplisens, Noble Securities

Na koniec 2022 r. Aplisens posiadał ok. 23,5 mln zł środków finansowych z minimalnym zadłużeniem (leasingi). **Nie widzimy zagrożenia dla realizacji planów dotyczących transferów do akcjonariuszy. Co więcej, dostrzegamy potencjał do wypłaty nawet 50% zysku i jednocześnie realizację buybacku na poziomie 10 mln zł rocznie (transfer do akcjonariuszy rzędu 22-25 mln zł).** Przypominamy, że w ostatnich latach Aplisens konsekwentnie płacił dywidendę (30-40% zysku jednostkowego) i przeprowadzał skup akcji.

OCzekujemy, że po kilku latach niższych przepływów operacyjnych w relacji do osiąganego EBITDA (efekt dużych nakładów na kapitał obrotowy netto) spółka powróci do wcześniejszych poziomów konwersji EBITDA na OCF. Nasze przekonanie wynika z założeń prezentowanych w strategii (przyrost KON na poziomie zaledwie 1 mln zł rocznie vs 8,5 mln zł w 2021 r. i 15 mln zł w 2022 r.).

### Bardzo wysoki potencjał dywidendowy Aplisensa



Realizacja za okres 2023-25 na podstawie prognoz Noble Securities

Źródło: Aplisens, Noble Securities

Ostatni raport analityczny z dnia 6.12.2022 r., wycena 18,3 zł. Cena w dniu wydania 14,4 zł.

**Michał Sztabler**  
Analityk akcji  
+48 (22) 213 22 36



**OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM**

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

**ZASTRZEŻENIA PRAWNE****PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO**

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

Podstawą do opracowania Raportu były publicznie dostępne informacje znane Analitykowi na dzień sporządzenia Raportu, w szczególności informacje przekazane przez Emitenta w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania obowiązków informacyjnych.

Raport wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy Analityka, według stanu na dzień jego sporządzenia.

Przedstawione w Raporcie prognozy oraz elementy ocenne, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka, bez uzgodnień z Emitentem ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne.

NS ani Analityk nie udzielają żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Raport wydawany przez NS obowiązuje przez okres 24 miesiące, chyba że zostanie wcześniej zaktualizowany. Częstotliwość aktualizacji wynika z terminu publikacji przez Emitenta wyników finansowych za dany okres sprawozdawczy, sytuacji rynkowej lub subiektywnej oceny Analityka.

**SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE**

**Metoda DCF** (ang. *discounted cash flow*) – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez oceniany podmiot. Silne strony tej metody to uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają i wypływają ze spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami metody wyceny DCF są: duża ilość założeń i parametrów, które trzeba oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych czynników. Odmianą tej metody jest metoda zdyskontowanych dywidend.

**Metoda porównawcza** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot. Metoda ta bardzo dobrze odzwierciedla bieżący stan rynku, wymaga mniejszej liczby założeń oraz jest prostsza w zastosowaniu (stosunkowo duża dostępność wskaźników dla podmiotów porównywalnych). 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 RAPORTU**

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

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

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

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

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

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

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową, który ma na celu zabezpieczenie informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej oraz zapobieganie nieuzasadnionemu ich przepływowi bądź niewłaściwemu ich wykorzystaniu. NS ogranicza do niezbędnego minimum krąg osób mających dostęp do informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej. W celu kontrolowania dostępu do istotnych informacji o charakterze niepublicznym, w ramach NS funkcjonują wewnętrzne ograniczenia i bariery w przekazywaniu informacji, tzw. chińskie mury, tj. zasady, procedury i fizyczne rozwiązania mające na celu uniemożliwienie przepływu i wykorzystania informacji poufnej oraz stanowiących tajemnicę zawodową. NS stosuje ograniczenia w fizycznym dostępie (odrębne pokoje, szafy zamykane na klucz) oraz w zakresie dostępu do systemów informatycznych.

NS posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres. NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie Raportów wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Raportów. Zakazane jest przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Raportu, proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Raportu, zawierającego treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności 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 Raportu, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz w przypadku, gdy NS rozpoczyna lub prowadzi prace nad emisją instrumentów finansowych Emitenta od czasu powzięcia przez Analityka informacji w tym zakresie do czasu opublikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty..

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący zasad zawierania transakcji osobistych przez osoby zaangażowane, który m.in. zabrania wykorzystywania do transakcji osobistych informacji uzyskanych w związku z wykonywanymi czynnościami służbowymi. Ponadto Analitycy nie mogą zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz w przypadku, gdy NS rozpoczyna lub prowadzi prace nad emisją instrumentów finansowych Emitenta od czasu powzięcia przez Analityka informacji w tym zakresie do czasu publikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty.

#### POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

NS zapewnia, że Raport został przygotowany z należytą starannością i rzetelnością w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez Analityka za wiarygodne, rzetelne i obiektywne, jednak NS ani Analityk nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne. W przypadku gdy Raport wskazuje adresy stron internetowych, z których korzystano przy sporządzeniu Raportu ani Analityk ani NS nie biorą odpowiedzialności za zawartość tych stron.

Investowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Raport analityczny nie może być traktowany jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie, lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji. Ogólny opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na [www.noblesecurities.pl](http://www.noblesecurities.pl) w zakładce Dom maklerski/Rachunek maklerski/Dokumenty. NS zwraca uwagę, że choć powyższe informacje zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą NS, to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się inwestor, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, aniżeli te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez NS. Inwestor powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

**Inwestorzy korzystający z Raportu nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez NS.**

Raport został przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności z zgodnie z Rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycularnych lub wskazań konfliktów interesów. Raport stanowi badanie inwestycyjne, o którym mowa w art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

#### Raport ani żaden z jego zapisów nie stanowi:

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - kodeks cywilny,
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- oferty publicznej instrumentów finansowych w rozumieniu art. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych,
- zaproszenia do subskrypcji lub zakupu papierów wartościowych Emitenta,
- usługi doradztwa inwestycyjnego, ani usługi zarządzania portfelami, o których mowa w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi,
- porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju.

#### Raport

- jest upubliczniony na stronie internetowej NS: <https://noblesecurities.pl/dom-maklerski/analizy2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw/2136-aplisens-s-a>,
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczony do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,
- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w szczególności w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Raportu zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Raportu.

#### UWAGI KOŃCOWE

Analityk sporządzający Raport: Michał Sztabler

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 23.03.2023, godz. 15.00 . Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 23.03.2023, godz. 15.05.

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

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Dino Polska	Redukuj	358,6	415,5	410,10	-13%	21.03.2023	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Kupuj	18,7	13,8	13,66	37%	21.03.2023	9M	Dariusz Dadej
Pepco Group	Akumuluj	50,1	43,7	41,90	20%	20.02.2023	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Kupuj	72,5	52,8	38,16	90%	27.01.2023	9M	Michał Sztabler
Molecure	Kupuj	20,8	14,7	20,55	1%	05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	30,9	15,1	14,68	110%	05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	192,0	164,0	149,50	28%	05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	85,4	54,6	63,90	34%	05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Forte	Trzymaj	21,3	21,0	28,80	-26%	03.01.2023	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Kupuj	51,5	38,2	38,16	35%	28.12.2022	9M	Michał Sztabler
Wielton	Trzymaj	6,6	6,7	7,55	-13%	28.12.2022	9M	Michał Sztabler
TIM	nd	37,9	28,2	37,75	0%	12.12.2022	24M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	18,3	14,4	15,90	15%	06.12.2022	24M	Michał Sztabler
Apator	Redukuj	12,9	15,0	13,90	-7%	06.12.2022	9M	Michał Sztabler
Sonel	nd	10,2	9,7	10,40	-2%	06.12.2022	24M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Kupuj	371,7	293,0	314,00	18%	26.10.2022	24M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Trzymaj	30,5	30,6	38,16	-20%	20.10.2022	9M	Michał Sztabler
Selvita	Akumuluj	97,5	86,0	82,30	18%	20.10.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Ailleron	nd	17,5	12,0	20,10	-13%	17.10.2022	24M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	29,6	16,1	17,05	74%	07.10.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	4,7	3,8	3,42	37%	06.09.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Redukuj	286,8	351,5			10.08.2022	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	13,0	12,1			10.08.2022	9M	Dariusz Dadej
Amica	Trzymaj	69,7	71,4			05.08.2022	9M	Michał Sztabler
Wielton	Redukuj	4,9	5,5			12.07.2022	9M	Michał Sztabler
Krynicky Recykling (4)	nd	20,9	22,6			04.07.2022	24M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Kupuj	163,0	116,0			28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	29,3	14,9			28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	21,7	13,2			28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	51,8	23,5			28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
CD Projekt	Zawieszona	nd				24.06.2022	9M	Maciej Kietliński
Ten Square Games	Zawieszona	nd	117,0			24.06.2022	9M	Maciej Kietliński
Apator	Redukuj	12,2	14,8			06.06.2022	9M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	16,0	14,1			06.06.2022	24M	Michał Sztabler
Sonel	nd	10,2	9,8			06.06.2022	24M	Michał Sztabler
TIM	nd	54,3	31,4			06.06.2022	24M	Michał Sztabler
11 bit studios	Zawieszona	nd	502,0			18.05.2022	9M	Maciej Kietliński
Forte	Akumuluj	38,9	33,0			13.05.2022	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	33,1	19,0			02.05.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	7,2	4,1			19.04.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	96,2	78,5			08.04.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Mobruk	Kupuj	500,9	398,0			07.04.2022	9M	Dariusz Dadej
Artifex Mundi	Zawieszona	nd	10,1			28.03.2022	9M	Maciej Kietliński

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia,

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

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

(4) Wycofana z obrotu z dniem 9 grudnia 2022 r.



**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

tel: +48 22 213 22 35

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

Handel detaliczny, spółki przemysłowe

**Krzysztof Ojczyk, MPW**

krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

**Mateusz Chrzanowski**

[mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl](mailto:mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl)

