

## Aplisens SA – bezpieczna i atrakcyjna

Aplisens jest przedstawicielem branży Aparatury Kontrolno-Pomiarowej i Automatyki (AKPiA), która charakteryzuje się wysoką rentownością i silnymi przepływami gotówkowymi. Atutem spółki jest bezpieczny bilans i polityka wysokich transferów zysków do akcjonariuszy (dywidenda, buyback). Liczymy, że rok 2021 będzie bardziej łaskawy dla spółek o wysokiej wartości wewnętrznej, bezpiecznej sytuacji finansowej i stabilnej polityce dywidendowej. Wartość akcji oszacowaliśmy na 17,8 zł, co daje 36-proc potencjał wzrostu.

### Uznany partner przy inwestycjach w energetyce, gazie i wodzie

Produkty Aplisensa są wykorzystywane w instalacjach przemysłowych do przesyłu cieczy i gazu. Spółka jest wybierana jako dostawca rozwiązań zarówno przy dużych inwestycjach jak i w późniejszym okresie przy eksploatacji. Jej produkty są coraz częściej traktowane jako pełnowartościowe odpowiedniki wyrobów światowych liderów i stosowane w ich miejsce.

### Ekspert motorem wzrostu przychodów Grupy

Aplisens posiada stabilną pozycję na rynku krajowym, dlatego możliwości zwiększenia przychodów należy poszukiwać w rozwoju eksportu. Spółka systematycznie buduje kanały sprzedaży na rynkach zagranicznych dostosowując ofertę produktową do specyfiki nowych rynków. Duże nadzieje związane są z wejściem na rynek USA (2022 r.).

### Wysoki poziom gotówki, brak zadłużenia

Stabilny wysoki CF operacyjny i niski CAPEX pozwalają spółce systematycznie gromadzić znaczne zasoby gotówki. Aplisens prowadzi bardzo konserwatywną politykę budżetową, nie korzystając z zewnętrznych źródeł finansowania. Plan inwestycyjny na lata 2021-23 nie nadwyręży w żaden sposób zasobów płynności, ponieważ wpływy z działalności operacyjnej pozostaną znacznie wyższe niż wydatki inwestycyjne.

### Stabilna polityka dywidendowa + cykliczny buyback

Aplisens prowadzi stabilną politykę dywidendową wspartą dodatkowo programami skupu akcji własnych. W swojej 12-letniej historii giełdowej spółka przekazała akcjonariuszom (w formie dywidendy lub poprzez buyback) łącznie ponad 75 mln zł (45% wypracowanego zysku netto). Zakładamy utrzymanie poziomu transferów do akcjonariuszy także w kolejnych okresach, czemu sprzyja bardzo dobra sytuacja bilansowa (wysokie nadwyżki wolnych środków finansowych) oraz stabilnie wysokie przepływy operacyjne przy relatywnie niedużych wydatkach inwestycyjnych.

### Ryzyka dla prognoz i wyceny

Jako ryzyko dla naszych prognoz wskazujemy ograniczenie nakładów inwestycyjnych w branży energetycznej oraz schłodzenie koniunktury na rynkach UE. Dużym wyzwaniem dla Aplisensa jest też ekspansja na trudny rynek USA (planowana na 2022 r.), gdzie koszty wejścia są wysokie, a konkurencja bardzo duża.

**Wartość akcji Aplisensa oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (22,0 zł) oraz porównawczą (13,5 zł), co po zważeniu powyższych wycen pozwoliło nam wyznaczyć wartość bieżącą na 17,8 zł.**

mln zł	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	105,7	118,5	108,0	117,7	129,6	132,8
EBITDA	24,5	25,1	25,0	26,3	27,4	28,3
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	14,3	14,1	12,6	15,3	15,7	15,9
EPS (zł)	1,14	1,12	1,06	1,28	1,40	1,42
DPS (zł)	0,35	0,25	0,45	0,37	0,42	0,43
P/E (x)	11,5	11,7	12,4	10,2	9,3	9,2
EV/EBITDA (x)	6,4	6,1	5,1	5,0	4,3	3,7

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

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 31.08.2021 o godz. 9:15. Pierwsze rozpowszechnienie nastąpiło 31.08.2021 o godz. 9:30.

**NOBLE  
SECURITIES**  
DOM MAKLECKI

Kurs akcji	13,1 zł
Wycena	17,8 zł
Potencjał wzrostu	36%
Kapitalizacja	156 mln zł
Free float	31,2%
Śr. wolumen 6M	946



### PROFIL SPÓŁKI

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

### STRUKTURA AKCJONARIATU

Adam Żurawski	20,85%
Janusz Szewczyk	13,78%
Mirosław Dawidonis	12,46%
Mirosław Karczmarczyk	9,56%
Dorota Zubkow	6,93%
Andrzej Kobiąka	5,29%
Pozostali	31,16%

**Michał Sztabler**

**Analityk akcji**

michal.sztabler@noblesecurities.pl  
+48 22 244 13 03

## WYCENA

Wartość jednej akcji Aplisens SA wyliczyliśmy jako średnią z wyceny porównawczej (uwzględniliśmy wskaźniki dla okresu prognozy 2021-23) oraz DCF. Na tej podstawie wyznaczaliśmy bieżącą wartość akcji na 17,8 zł. Spółki zagraniczne wyceniane są z dużą premią do Aplisensa, co jest trwałą tendencją (w dużej części są to spółki globalne – dywersyfikacja geograficzna, nierzadko operujące w wielu segmentach – dywersyfikacja produktowa) i dlatego zostały wyłączone z wyceny i podane jedynie dla celów poglądowych. Nieznaczne podwyższenie wyceny względem naszego poprzedniego raportu z czerwca 2021 r. wynika zarówno z aktualizacji parametrów modelu DCF oraz zmiany wskaźników dla grupy porównawczej; prognoz nie zmienialiśmy. Liczymy, że w 2021 r. inwestorzy z większym zainteresowaniem będą podchodzili do spółek o wysokiej wartości wewnętrznej, bezpiecznej sytuacji finansowej i stabilnej polityce dywidendowej, co dałoby impuls wzrostowy dla kursu akcji Aplisensa.

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	poprzednio (zł)	zmiana
Wycena DCF	50%	22,0	20,4	8%
Wycena porównawcza - kraj	50%	13,5	14,5	-7%
Wycena porównawcza - zagranica	0%	39,6	37,8	5%
<b>Wycena bieżąca</b>		<b>17,8</b>	<b>17,5</b>	<b>2%</b>
Kurs giełdowy aktualny		13,1		
Potencjał		36%		

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Bazujemy na własnych prognozach wyników skonsolidowanych podanych w niniejszym raporcie.
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na dzień publikacji raportu.
- Gotówka netto na dzień 31.12.2020 w wysokości 28 mln zł.
- Efektywna stopa podatkowa 6-10% w latach 2021-2023 (ulga podatkowa), potem 19%.
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 0%.
- Udział kapitału własnego w finansowaniu aktywów 100% (konserwatywna polityka finansowa zarządu).
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 1,81% (poprzednio 1,85%), premia za ryzyko w wysokości 5,09% (poprzednio 5,54%), beta na poziomie 1,0 (bez zmian). Zmiana ww. parametrów modelu przełożyła się na wzrost wyceny o ok. 2 zł/akcję.

DCF	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody ze sprzedaży	118	130	133	136	140	143	147	150	154	158
NOPAT	17	17	17	16	16	17	17	18	18	18
Amortyzacja	8	9	9	10	10	8	6	7	7	8
Zmiany KON	-6	-6	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
CAPEX	-7	-11	-8	-8	-8	-10	-8	-6	-7	-7
FCFF	12	10	17	16	17	13	13	16	17	17
WACC	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
Współczynnik dyskonta	0,98	0,91	0,86	0,80	0,75	0,70	0,65	0,61	0,57	0,54
DFCF	12	9	14	13	13	9	9	10	10	9
SUMA DFCFF do 2030	107									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	0%									
Wartość rezydualna na 2030	243									
Zdyskontowana wartość rezydualna	130									
Wartość Firmy (EV)	237									
Dług netto 31.12.2020	-28									
Udziałowcy mniejszościowi	3									
Wartość kapitałów własnych	262									
Liczba akcji (w tys.)	11,9									
Wartość na 1 akcję	22,0									

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-2%	-1%	0%	1%	2%
WACC - 1,0%	21,7	23,3	25,4	28,5	33,0
WACC - 0,5%	20,5	21,8	23,6	26,0	29,5
WACC	19,4	20,5	22,0	24,0	26,8
WACC + 0,5%	18,4	19,4	20,7	22,3	24,5
WACC + 1,0%	17,6	18,4	19,5	20,8	22,7

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentuję kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Stopa wolna od ryzyka	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
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
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>
Efektywna stopa podatkowa	11,5%	8,7%	6,3%	10,2%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Koszt długu po tarczy	2,4%	2,46%	2,52%	2,42%	2,18%	2,18%	2,18%	2,18%	2,18%	2,18%
Dług netto/EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>WACC</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Spółki krajowe	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Aparator	764	11,3	11,1	10,5	5,5	5,2	4,9
Sonel	175	11,1	10,6	10,4	6,5	5,8	5,6
<b>Mediana</b>		<b>11,2</b>	<b>10,8</b>	<b>10,5</b>	<b>6,0</b>	<b>5,5</b>	<b>5,2</b>
Aplisens	156	10,8	10,2	9,3	5,1	5,0	4,3
Premia/dyskonto do średniej (%)		-4%	-5%	-11%	-15%	-9%	-19%
Implikowana wartość godziwa Aplisens		11,2	13,9	13,8	14,1	14,2	14,6
Implikowana wartość godziwa Aplisens				<b>13,5</b>			

Bloomberg, Noble Securities, dane na 31.08.2021 r. godz 9:00

Spółki zagraniczne	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Honeywell	617 264	28,6	25,1	22,8	19,9	17,9	16,7
Emerson	242 653	25,9	23,3	21,3	16,3	14,8	13,9
Yokogawa	16 245	21,5	25,2	19,7	8,3	9,0	7,7
Itron	14 795	64,2	34,8	25,0	27,3	18,4	14,2
ESCO	9 136	36,1	27,3	22,8	18,0	14,6	11,7
Badger Meter	12 050	54,5	50,2	46,4	29,8	27,8	26,2
Vaisala Oyj	6 555	34,9	31,4	29,4	21,1	18,6	18,0
Phoenix Mecano	1 922	13,9	11,7	10,7	8,1	6,8	6,9
<b>Mediana</b>		<b>31,8</b>	<b>26,3</b>	<b>22,8</b>	<b>18,9</b>	<b>16,4</b>	<b>14,1</b>
Aplisens	156	10,8	10,2	9,3	5,1	5,0	4,3
Premia/dyskonto do średniej (%)		-66%	-61%	-59%	-73%	-69%	-70%
Implikowana wartość godziwa Aplisens		40,7	36,9	32,3	43,9	42,8	39,4
Implikowana wartość godziwa Aplisens				<b>39,6</b>			

Bloomberg, Noble Securities, dane na 31.08.2021 r. godz 9:00

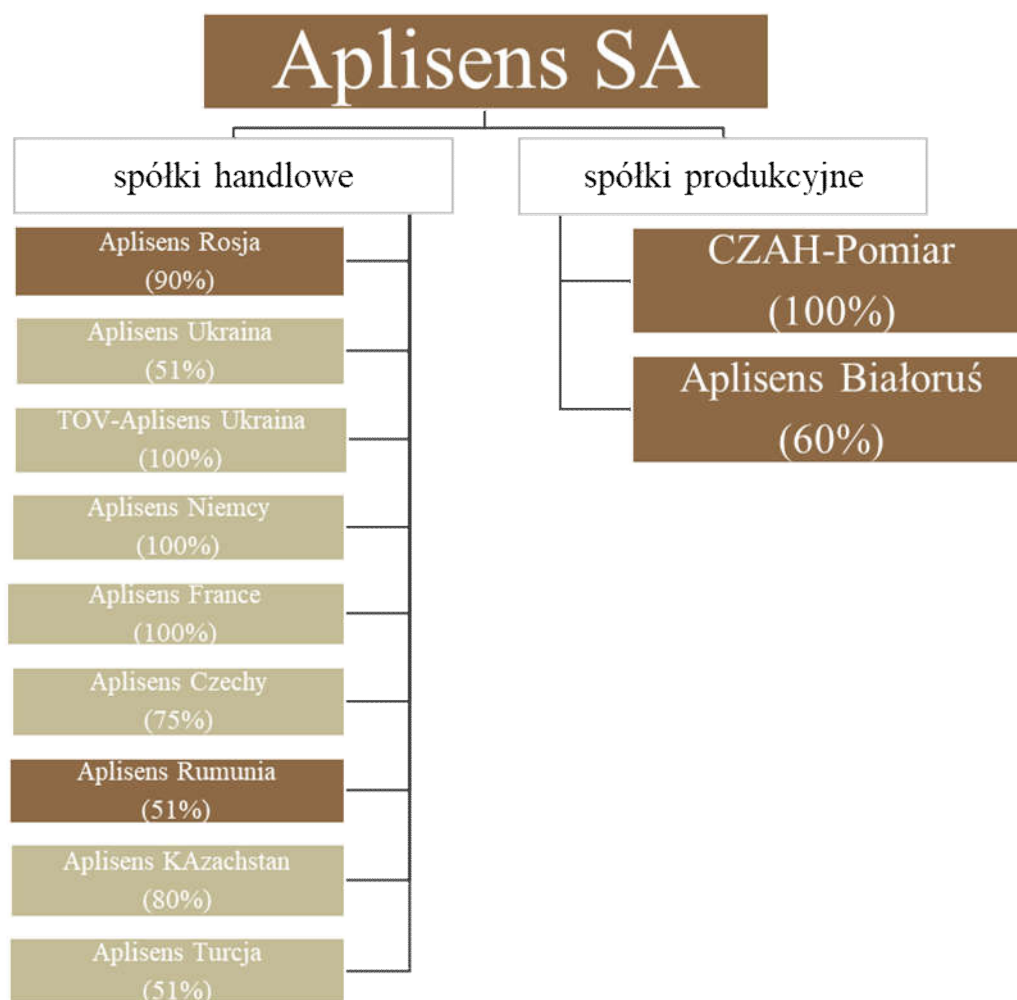
## CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI

### Organizacja

Spółka Aplisens SA została założona w 1992 r. przez 6 pracowników jednego z działów badawczo-rozwojowych Oddziału Badań i Rozwoju Aparatury Pomiarowej Przemysłowego Instytutu Automatyki i Pomiarów „PIAP”. Od 2009 r. Aplisens jest notowany na GPW.

W 2008 r. Aplisens zakupił udziały w firmie Controlmatica ZAP-Pnefal, producenta wyrobów dla automatyki mających zastosowanie m.in. w przemyśle stoczniowym. Obecnie Controlmatica jest częścią Aplisens SA. W 2018 r. Grupa Kapitałowa powiększyła się o firmę CZAH-Pomiar, także producenta rozwiązań w zakresie przemysłowej aparatury kontrolno-pomiarowej, z dużą ekspozycją na rynek automotive. Równolegle Aplisens buduje struktury sprzedażowe powołując firmy handlowe dla obsługi sieci dystrybucji.

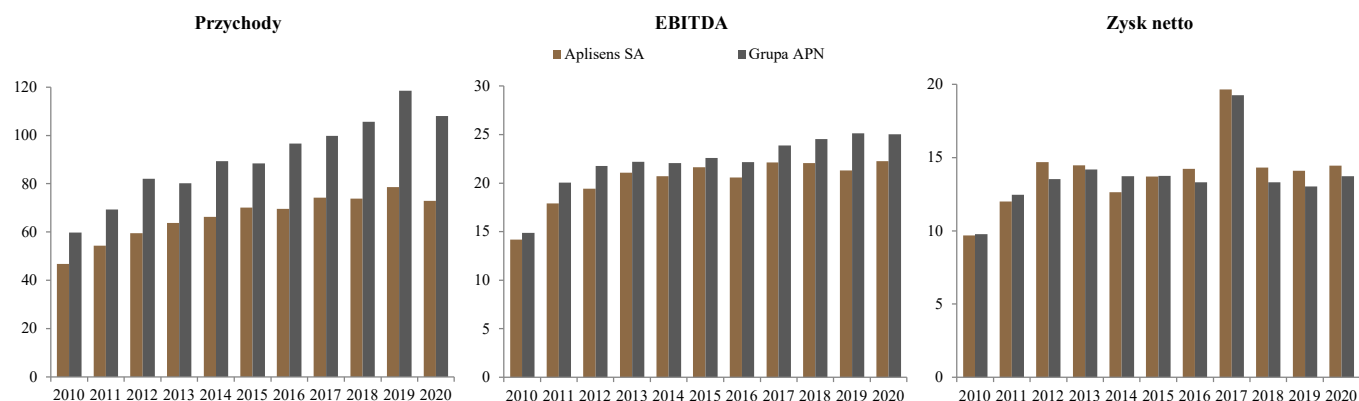
Obecnie w skład Grupy Kapitałowej Aplisens wchodzi 11 podmiotów, z czego do konsolidacji brane jest pięć firm (na poniższym wykresie zaznaczone ciemniejszym kolorem).



Źródło: Aplisens, Noble Securities

Gros działalności produkcyjnej realizowany jest w ramach spółki Aplisens SA, która to odpowiada za największą część przychodów i zysków Grupy Kapitałowej.

## Spółka-matka odpowiada za większość przychodów i prawie całość zysków



Źródło: Aplisens, Noble Securities

### Przedmiot działalności

Aplisens jest producentem przemysłowej aparatury kontrolno-pomiarowej i elementów automatyki (tzw. AKPiA), jak np. urządzeń do pomiaru ciśnienia i temperatury, zaworów czy sond pomiaru poziomu paliwa. Wszystkie zaawansowane technologicznie komponenty do urządzeń (poza elementami elektronicznymi i krzemowymi czujnikami ciśnienia) produkowane są w obrębie grupy kapitałowej.

Grupa produkuje i sprzedaje szeroki i zróżnicowany portfel produktów. Produkty Aplisensa wyposażone są w software dopasowany do większości światowych standardów. Oferta asortymentowa obejmuje:

- przetworniki inteligentne do pomiaru ciśnienia i różnicy ciśnień oraz poziomu (w tym inteligentne sondy poziomu w zbiornikach zamkniętych i hydrostatyczne przetworniki gęstości),
- przetworniki analogowe do pomiaru ciśnienia i różnicy ciśnień oraz poziomu,
- sondy do pomiaru głębokości i poziomu (hydrostatyczne),
- pozostałe, obejmujące separatory membranowe i manometry, aparaturę do pomiaru przepływu, sondy poziomu paliwa, przetworniki i czujniki temperatury, zawory i osprzęt montażowy, mierniki progowe, wyświetlacze, rejestratory, zasilacze, separatory, przetworniki sygnałów i in.

Produkowane przez Aplisens urządzenia znajdują zastosowanie w wielu gałęziach przemysłu takich jak: energetyka (10-15% sprzedaży firmy), gospodarka wodna (ok. 13%), przemysł chemiczny, petrochemiczny i gazowy (łącznie ok. 11%), spożywczy, farmaceutyczny, papierniczy. Generalnie wykorzystywane są do regulacji i opomiarowania w przemysłowych procesach technologicznych oraz do monitorowania instalacji przesyłowych i magazynowych.

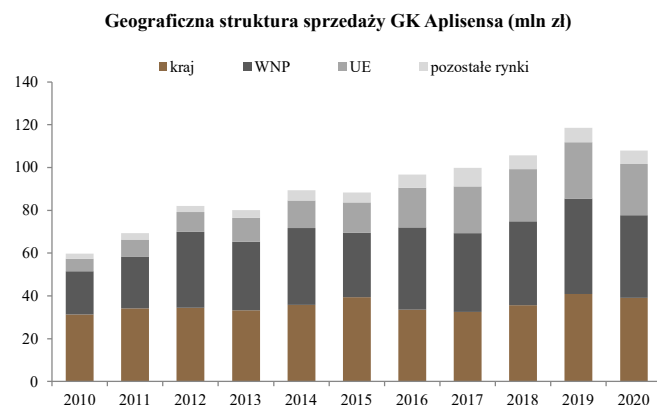
Głównym klientem Aplisensa są firmy instalacyjno-montażowe lub służby utrzymania ruchu w jednostkach przemysłowych. Znaczna część sprzedaży (ok. 30%) kierowana jest do firm handlowych oraz inżynierskich, dlatego trudno w tym przypadku precyzyjnie zdefiniować odbiorcę końcowego. Spółka konkuruje na rynku przede wszystkim z międzynarodowymi koncernami (ABB, Siemens, Emerson). Domeną Aplisens pozostaje przede wszystkim rynek wtórny, tzn. produkty APN wybierane są w momencie wymiany zużytych urządzeń. Zamienniki produkowane przez warszawską spółkę są często preferowane przez klientów z uwagi na konkurencyjną cenę przy tych samym parametrach technicznych.

### Rosnący udział eksportu

Według kryterium geograficznego głównym rynkiem operacyjnym Grupy jest rynek polski. Grupa prowadzi także działalność poza granicami kraju, a najważniejszymi rynkami zagranicznymi są rynki

krajów WNP (w tym w szczególności Rosja, Ukraina, Białoruś i Kazachstan), a także rynki Unii Europejskiej. Za pośrednictwem sieci dealerów i pośredników urządzenia produkowane przez jednostki wchodzące w skład Grupy Kapitałowej trafiają na wiele rynków na świecie, dzięki czemu Grupa Aplisens jest uczestnikiem światowego rynku AKPiA.

## Eksport motorem wzrostu przychodów Grupy



Źródło: Aplisens, Noble Securities

Spółka wprowadziła charakterystyczny model dystrybucji swoich produktów na rynki państw WNP. Przy sprzedaży eksportowej w tamtym kierunku współpracuje z zewnętrzną firmą logistyczną: w pierwszym etapie Aplisens SA sprzedaje produkt do firmy logistycznej (wykazując wynik na sprzedaży), następnie firma ta odsprzedaje ten sam towar spółce handlowej należącej do grupy Aplisens i w ostatnim etapie spółka handlowa sprzedaje towar klientowi końcowemu na danym rynku (również wykazując na tym wynik). W wyniku tak rozliczanego eksportu przychody skonsolidowane są sztucznie podnoszone (udział dystrybucji tym kanałem to prawie 100% sprzedaży Aplisens SA na rynki WNP i ok. 12-14% przychodów skonsolidowanych razem), jednak nie ma to istotnego przełożenia na generowane zyski. Pośrednicy wynagradzani są w systemie prowizyjnym, a koszty z tego tytułu tylko nieznacznie przekraczają koszty logistyczne (które i tak musiałaby ponieść spółka eksportując towary na tamte rynki). Zarząd wskazuje, że przyjęty model sprawdza się przy eksporcie do krajów WNP i nie zamierza z niego rezygnować, niemniej wraz ze wzrostem eksportu na pozostałych kierunkach, zaburzenia wielkości przychodów skonsolidowanych z uwagi na przyjęty model dystrybucji na rynki WNP będą miały coraz mniejszy wpływ.

## Przewagi konkurencyjne. Innowacyjność

Grupa Aplisens jest producentem i dostawcą systemowych rozwiązań w dziedzinie aparatury kontrolnopomiarowej i automatyki dla odbiorców przemysłowych. Począwszy od procesu projektowania aparatury, uzyskiwania certyfikatów, poprzez produkcję konkretnych urządzeń aż do usług serwisowania Grupa spełnia wysokie wymagania jakościowe, co pozwala jej na budowanie długoterminowych relacji z klientami. Model biznesowy Grupy zakłada silną aktywność w zakresie usług przedsprzedażowych, jak i obsługi posprzedażowej dla swoich klientów. Kompleksowość obsługi oraz bogaty portfel produktów są wynikiem wieloletniej obecności na rynku. Doświadczony i wykwalifikowany zespół, nowoczesna i zaawansowana technologicznie oferta produktowa, istniejąca na wielu rynkach marka APLISENS oraz wypracowany model biznesowy pozwalają na efektywne konkurencje na rynku krajowym, jak i na rynkach zagranicznych.

Aplisens będąc spółką innowacyjną ponosi wysokie nakłady na prace badawczo-rozwojowe (B+R), wydając na ten cel każdego roku kwotę 2-3 mln zł (pominąwszy koszty budowy nowej fabryki było

to w ostatnich latach 30-35% łącznego CAPEX-u Grupy). Równolegle znaczne środki przeznaczone są na zakupu technologii i nowoczesnych urządzeń do produkcji (kolejne 3-4 mln zł, tj. 45-60% rocznego CAPEX-u). Chcąc zachować wysokim poziom techniczny produkowanych urządzeń i tym samym konkurencyjność na rynkach międzynarodowych Aplisens będzie musiał utrzymać wydatki na nowe technologie (zarówno opracowywane przez własne działy projektowe, jak i pozyskiwane z zewnątrz) co najmniej na dotychczasowym pułapie.

### Ulgi podatkowe z tytułu działalności w Specjalnej Strefie Ekonomicznej

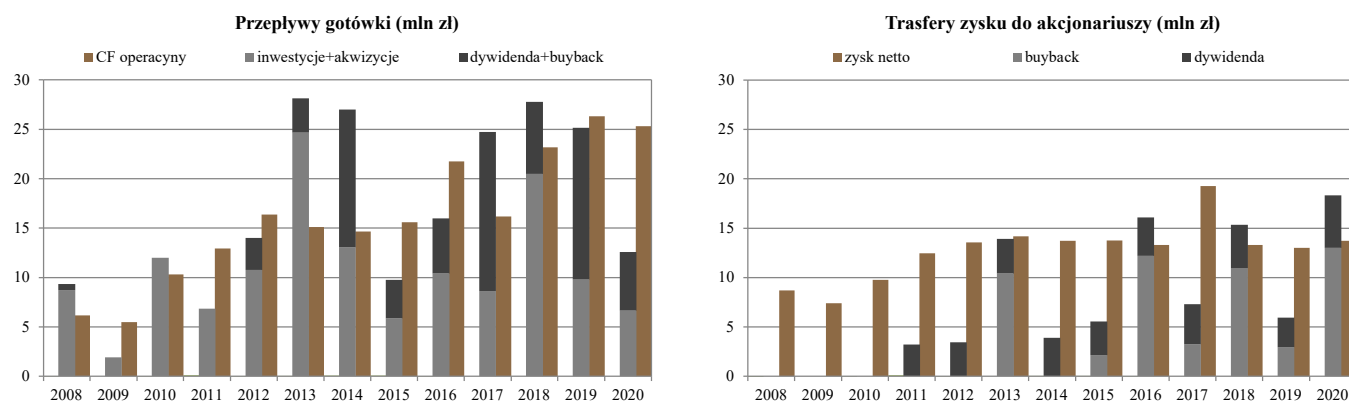
W 2014 r. Aplisens zrealizował inwestycję będącą przedmiotem zezwolenia na prowadzenie działalności gospodarczej na terenie Tarnobrzeskiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej (TSSE) w Radomiu. Zgodnie z zezwoleniem spółka poniosła nakłady inwestycyjne o wartości ok. 30 mln zł. Kwota ta stanowiła podstawę do wyceny pomocy publicznej i tym samym Aplisens stał się beneficjentem pomocy publicznej w wysokości 30% poniesionych nakładów inwestycyjnych.

Spółka utworzyła aktywo z tytułu odroczonego podatku dochodowego dotyczące pomocy publicznej w kwocie prawdopodobnej do wykorzystania w terminie obowiązywania przepisów o funkcjonowaniu stref ekonomicznych w wartości 30% poniesionych nakładów inwestycyjnych zdyskontowanych na dzień 31 grudnia 2014 r. Zdyskontowana wartość pomocy publicznej to 8,1 mln zł, z czego wykorzystano do końca 2020 r. ok. 4,75 mln zł. Na kolejne lata pozostało ok. 3,3 mln zł (ok. 5 mln zł nominalnie, tj. bez uwzględnienia dyskonta), co biorąc pod uwagę średnioroczne rozliczenie na poziomie ok. 1,3 mln zł (nominalnie), będzie obniżało faktyczny CIT jeszcze przez co najmniej 3 lata.

### Polityka dywidendowa, buyback

Aplisens prowadzi stabilną politykę dywidendową (od 2011 r. część zysku trafia do akcjonariuszy) wspartą dodatkowo programami skupu akcji własnych. W swojej 12-letniej historii giełdowej spółka przekazała akcjonariuszom (w formie dywidendy lub poprzez buyback) łącznie ponad 75 mln zł (45% wypracowanego zysku netto). Zakładamy utrzymanie poziomu transferów do akcjonariuszy także w kolejnych okresach, czemu sprzyja bardzo dobra sytuacja bilansowa (wysokie nadwyżki wolnych środków finansowych) oraz stabilnie wysokie przepływy operacyjne przy relatywnie niedużych wydatkach inwestycyjnych.

### Dobre perspektywy dla utrzymania wysokich transferów do akcjonariuszy



Źródło: Aplisens, Noble Securities

W 2020 r. spółka nie zdecydowała się na duży program skupu akcji własnych, ograniczając się jedynie do niezbędnego minimum wynikającego z zobowiązań programu motywacyjnego (wydatek ok. 3 mln zł). W 2021 r. zarząd już zapowiedział większy buyback (13 mln zł). Przy obecnym kursie pozwoliłoby do



skupić ok. 1 mln akcji (8% kapitału zakładowego), z czego większość (ok. 750 tys. szt.) zostałyby później umorzona. Równolegle do buybacku kontynuowana jest polityka wypłaty dywidendy (za 2020 r. dywidenda w kwocie 0,45 zł/akcję została wypłacona w sierpniu).

### Strategia rozwoju: stabilny wzrost w oparciu o nowe rynki eksportowe

Aplisens tworzy plany finansowe na okresy 3-letnie. Obecnie spółka jest na półmetku realizacji strategii rozwoju na lata 2020-22.

Główne założenia obecnej Strategii to:

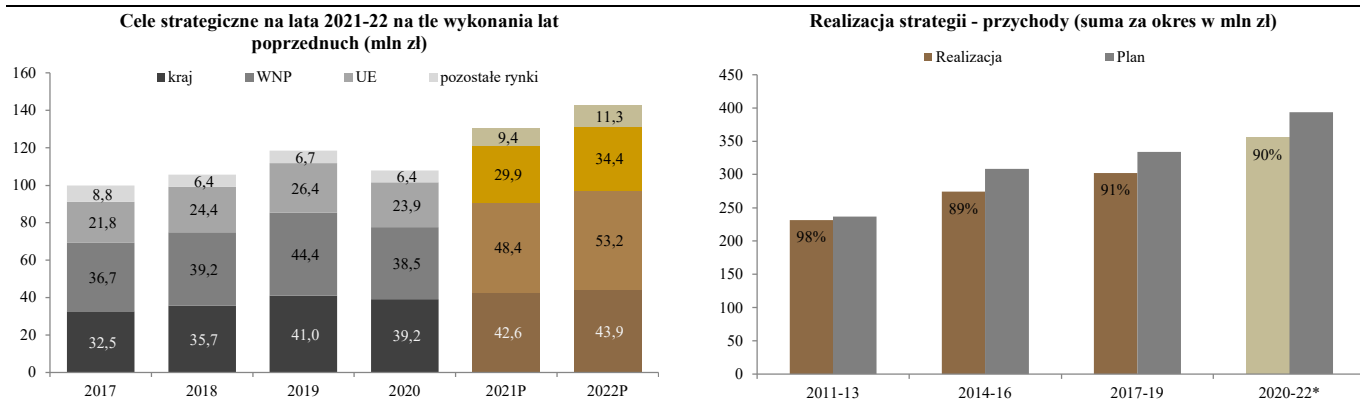
- wzrost przychodów do 142,5 mln zł w 2022 r.,
- roczna dynamika wzrostu przychodów w kolejnych latach: 1%, 8%, 10%,
- wzrost EBITDA do 32 mln zł w 2022 r.,
- dążenie do wzrostu wskaźnika rentowności kapitału własnego ROE (bez podania oczekiwanego poziomu tego parametru).

Z uwagi na wysoki udział w rynku krajowym i oczekiwane spowolnienie tempa wzrostu sprzedaży krajowej (niekorzystne zmiany w energetyce ograniczające popyt na produkty spółki) Aplisens opiera rozwój działalności na poszukiwaniu nowych rynków zbytu i ekspansji zagranicznej. Największe wzrosty sprzedaży planowane są w krajach UE oraz na pozostałych rynkach (w tym rynku amerykańskim, z którym Zarząd Aplisensa wiąże duże nadzieje).

Pandemia COVID-19 zaburzyła realizację celów strategicznych (w 2020 r. nie udało się utrzymać poziomu sprzedaży z roku poprzedniego), jednak bardzo dobre wyniki osiągnięte w I połowie br. pozwalają optymistycznie patrzeć w przyszłość (szerzej o wynikach 1H2021 r. piszemy w dalszej części raportu). Z kolei perturbacje polityczne (Białoruś, Rosja) rzutować będą na realizację celów nakreślonych dla rynków WNP.

Historycznie spółka realizowała swoje plany przychodowe z ok. 90-proc. skutecznością, co uznajemy za dobry wynik.

### Realizacja planów strategicznych – bieżących i historycznych



\* realizacja w latach 2020-22 w oparciu o prognozy NS

Źródło: Aplisens, Noble Securities, P – Strategia rozwoju Grupy Aplisens na lata 202022

## CZYNNIKI RYZYKA

### **Zmniejszenie zapotrzebowania na produkty Aplisensa w branżach powiązanych z wydobyciem i wykorzystaniem węgla**

Zwiększanie udziału energii produkowanej w oparciu o inne media niż węgiel wpłynie negatywnie na ilość środków przeznaczanych na inwestycje przez jedną z najważniejszych dla Grupy branż. Budowane w Polsce bloki energetyczne oparte na gazie ziemnym są w mniejszym stopniu nasycone automatyką w stosunku do bloków węglowych. Podobnie jest w przypadku źródeł energii opartych na innych mediach. W przypadku energetyki wiatrowej czy fotowoltaiki wyroby Aplisensa nie będą miały zastosowania. Opisany powyżej proces pogłębi również proces zmniejszenia wydobycia węgla w polskich kopalniach, które również są istotnym odbiorcą aparatury produkowanej przez spółkę. Z drugiej strony rozbudowa instalacji ekologicznych (np. spalarnie czy oczyszczalnie ścieków) i modernizacja sieci wodociągowych powinny w przyszłości pozwolić na zastąpienie schyłkowych branż (np. energetyki węglowej) w strukturze odbiorców.

### **Problemy z dostępnością komponentów elektronicznych**

W ostatnim okresie obserwowane są braki na rynku elementów elektronicznych - terminy dostaw niektórych układów scalonych wydłużały się nawet do 52 tygodni. Spółka, w miarę dostępności, zwiększa magazyny kluczowych komponentów i korzysta ze zgromadzonych w przeszłości zapasów. Oznaczać to może w średnim horyzoncie czasowym zwiększenie nakładów na kapitał obrotowy i ryzyko pojawienia się odpisów na nisko rotujące komponenty w późniejszym okresie.

### **Koncentracja należności u partnera logistycznego operującego na rynkach WNP**

Ryzyko związane z koncentracją należności dotyczy transakcji dokonywanych z pośrednikiem – spółką logistyczną, która sprzedaje produkty Aplisensa na rynki WNP. Spółka logistyczna jest największym odbiorcą produktów Grupy, w wyniku czego poziom należności jest znaczący. W związku z tym istnieje ryzyko, iż w przypadku utraty płynności przez spółkę logistyczną, może wystąpić utrata należności z tytułu transakcji sprzedaży dokonywanych pomiędzy spółkami Grupy Aplisens a tym podmiotem. Łączna wartość należności handlowych na dzień 30.06.2021 roku od spółki logistycznej wynosiła 4,3 mln zł (ponad 25% wartości należności handlowych netto Aplisens SA).

### **Ryzyko związane z wejściem na rynek USA**

Aplisens intensywnie przygotowuje się do wejścia na bardzo lukratywny rynek amerykański. W związku z przygotowaniem oferty i pozyskaniem niezbędnych certyfikatów spółka poniosła już znaczne wydatki. Funkcjonowanie na tym rynku jest kosztowne (pozyskanie partnerów, serwis urządzeń), a osiągnięcie sukcesu bardzo trudne (przykładem może być Sonel, którego „przygoda” z rynkiem amerykańskim kosztowała ok. 10 mln zł, a w efekcie musiał się z niego wycofać).

## **ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ I ŁAD KORPORACYJNY (ESG)**

W obszarze swojego działania firmy z GK Aplisens nie prowadzą działalności zagrażającej środowisku naturalnemu. Produkcja urządzeń nie jest związana z niebezpiecznymi technologiami lub surowcami. W niewielkim obszarze podlegającym przepisom o ochronie środowiska naturalnego Aplisens SA jak i spółki zależne stosują się do lokalnych regulacji w tym zakresie. W ramach „zielonych inwestycji” zamontowano panele fotowoltaiczne w zakładzie w Warszawie i Radomiu i planowane są kolejne inwestycje w roku 2021.

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

## WYNIKI II KWARTAŁU 2021 R.

Wybrane dane finansowe (mln zł)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	r/r	LTM	r/r	% progn. NS
<b>Przychody</b>	<b>25,06</b>	<b>26,43</b>	<b>30,04</b>	<b>26,47</b>	<b>26,00</b>	<b>31,45</b>	<b>19,0%</b>	<b>114,0</b>	<b>-0,3%</b>	<b>49%</b>
Zysk brutto na sprzedaży	8,81	8,67	10,24	7,72	9,54	11,77	35,9%	39,3	7,8%	54%
rentowność	35%	33%	34%	29%	37%	37%				
Koszty sprzedaży + zarządu	5,24	4,55	4,96	5,55	5,00	4,97	9,0%	20,5	0,5%	47%
% sprzedaży	21%	17%	16%	21%	19%	16%				
Saldo pozostałej działalności oper.	-0,01	0,00	0,24	2,02	0,07	-0,03		2,3	nd	
<b>EBIT</b>	<b>3,56</b>	<b>4,12</b>	<b>5,52</b>	<b>4,19</b>	<b>4,61</b>	<b>6,77</b>	<b>64,6%</b>	<b>21,1</b>	<b>34,1%</b>	<b>63%</b>
rentowność	14%	16%	18%	16%	18%	22%				
<b>EBITDA</b>	<b>5,48</b>	<b>6,10</b>	<b>7,42</b>	<b>6,05</b>	<b>6,54</b>	<b>8,53</b>	<b>39,7%</b>	<b>28,5</b>	<b>21,2%</b>	<b>57%</b>
rentowność	22%	23%	25%	23%	25%	27%				
amortyzacja	1,92	1,99	1,90	1,86	1,93	1,75	-11,8%	7,4	-4,7%	45%
Saldo działalności finansowej	0,02	0,02	-0,08	0,18	0,08	-0,20				
<b>Zysk netto</b>	<b>3,06</b>	<b>3,25</b>	<b>4,34</b>	<b>3,81</b>	<b>3,83</b>	<b>5,29</b>	<b>62,8%</b>	<b>17,3</b>	<b>33,3%</b>	<b>60%</b>
rentowność	12%	12%	14%	14%	15%	17%				
<b>Zysk netto powtarzalny</b>	<b>3,06</b>	<b>3,25</b>	<b>4,34</b>	<b>1,99</b>	<b>3,83</b>	<b>5,29</b>	<b>62,8%</b>	<b>15,4</b>	<b>19,2%</b>	<b>60%</b>
rentowność	12%	12%	14%	8%	15%	17%				
<b>Dług netto</b>	<b>-13,57</b>	<b>-17,12</b>	<b>-20,60</b>	<b>-27,57</b>	<b>-28,75</b>	<b>-33,76</b>	<b>97,2%</b>	<b>-33,8</b>	<b>97,2%</b>	<b>147%</b>
P/E	12,5	12,7	12,4	11,1	10,4	9,0		9,0		
EV/EBITDA	6,3	6,3	5,7	5,1	4,9	4,3		4,3		

Źródło: Aplisens, P - prognozy Noble Securities

Skonsolidowane przychody w Q2/2021 wzrosły o 19% r/r (+5 mln zł).

Na rynku krajowym Aplisens zanotował w II kwartale 19-proc. wzrost sprzedaży. Wzrost przychodów został wypracowany zarówno w segmencie automatyki (wyróżniały się takie branże jak ekologia, OZE, czy gazownictwo), jak też w segmencie systemów zabezpieczeń pojazdów. Dobrze radziła sobie spółka zależna CZAH-Pomiar operująca głównie na rynku automotive.

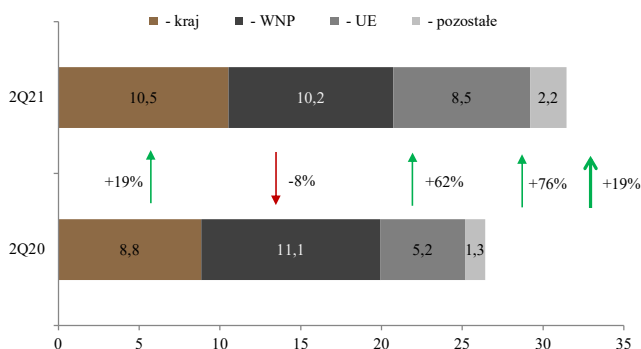
Kolejny kwartał spadała sprzedaż na rynki wschodnie (-8% r/r). Oprócz skutków pandemii, negatywny wpływ na wyniki tego segmentu geograficznego miała niestabilna sytuacja polityczna na Białorusi, gdzie mieści się montownia Aplisensa obsługująca rynki wschodnie. Na poziom odnotowywanych przychodów ze sprzedaży pozytywnie nie wpływa również osłabiający się kurs waluty rosyjskiej oraz białoruskiej.

Dynamicznie odbiła sprzedaż na rynkach UE (+62% r/r w II kwartale). Wysoka dynamika utrzymała się w spółce niemieckiej (+35% po półroczu), po słabszym Q1/2021 na ścieżkę wzrostu powróciła spółka operująca w Czechach (odpowiednio +51%), nieco słabiej było w Rumunii (choć za 6 m-cy zanotowano 5-proc. przyrost sprzedaży). Tak znaczący wzrost jest związany m.in. z niską bazą porównawczą z II kwartału ubiegłego roku (koronawirus).

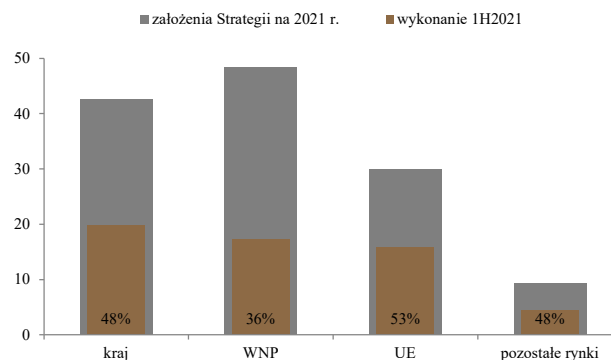
Bardzo wysokie tempo wzrostu utrzymuje się na pozostałych rynkach eksportowych (+76% r/r w II kwartale). Najbardziej perspektywicznym rynkiem spośród rynków pozostałych pozostają: Turcja, Korea Południowa, Pakistan, Tajwan, Chile i Australia oraz w dłuższej perspektywie USA.

## Mocny II kwartał na większości rynków, plan sprzedaży na 2021 r. realny

Struktura geograficzna sprzedaży (skons.) - wyniki kwartalne



Stopień wykonania planu 2021 na wybranych rynkach

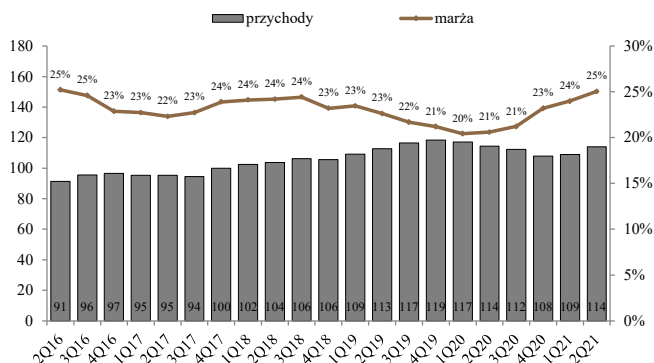


Źródło: Aplisens, Noble Securities

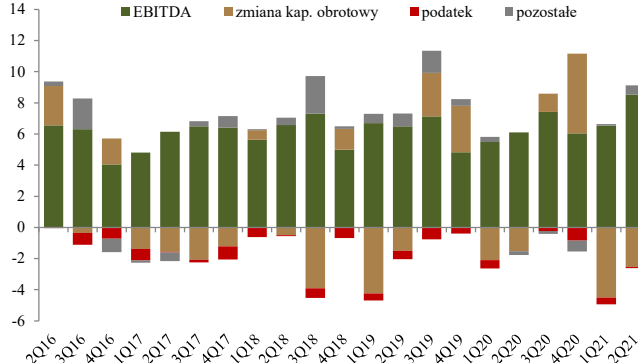
W II kwartale 2021 r. rentowność była wyższa niż przed rokiem i nawet lepsza niż w poprzednim okresie br., co wynikało ze spadku mniej rentownego eksportu do WNP i relatywnie niezłej sprzedaży na rynku krajowym oraz rynkach pozostałych, gdzie realizowana jest nieco wyższa marża. Kolejne kwartały będą dosyć mocno obciążone kosztami m.in. związanymi z programem motywacyjnym, więc na koniec roku mogą to być niższe poziomy rentowności.

## Rosnące przychody i marże, utrzymane dodatnie przepływy operacyjne mimo nakładów na KON

Grupa Aplisens - przychody i marże EBITDA (LTM)



Kwartalna struktura CF Operacyjnego (mln zł)



Źródło: Aplisens, Noble Securities

W Q2/2021 wzrosło zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto (KON), co jest tradycyjne dla Aplisensa, który „górkę” sprzedażową ma w III kwartale. Wzrosły należności (+2,5 mln zł kw/kw), a spadek zapasów został zbilansowany niższymi zobowiązaniami handlowymi. W całym półroczu Aplisens zainwestował w kapitał obrotowy 7 mln zł (z czego zapasy +0,6 mln zł, należności +7,7 mln zł, zobowiązania -1,3 mln zł).

CAPEX w II kwartale wyniósł zaledwie 1,3 mln zł (vs 1,1 mln zł w analogicznym okresie roku poprzedniego). Po półroczu Aplisens wydał na inwestycje 2,9 mln zł z ok. 10 mln zł zaplanowanych na cały rok. Zarząd zapowiedział, że najprawdopodobniej nie uda się zrealizować w tym roku planu wydatków inwestycyjnych i CAPEX'21 zamknie się kwotą 6-7 mln zł. Pozostała część zostanie przesunięta na 2022 r.

Spółka utrzymuje bardzo silną pozycję gotówkową (>33 mln zł aktywów finansowych przy braku zadłużenia; 2,8 zł/akcję; ponad 20% obecnej kapitalizacji). Wyplacona w III kwartale dywidenda oraz zapowiedziany na jesień buyback to wydatek rządu 18 mln zł, tak więc w spółce wciąż pozostaną wysokie nadwyżki zdolne finansować transfery do akcjonariuszy w kolejnych latach. Tym bardziej,

że w II półroczu spółka zmniejsza poziom nakładów na KON odzyskując część zamrożonych w nim środków.

Po półroczu Aplisens zrealizował tegoroczny plan przychodowy na poziomie ok. 44%. Wysoki poziom wykonania obserwujemy na rynkach UE oraz pozostałych kierunkach eksportowych, w tym przypadku nie widzimy zagrożenia dla wykonania celów zapisanych w Strategii rozwoju w odniesieniu do roku 2021. Całkiem dobrze Aplisens radzi sobie na rynku krajowym, najsłabiej jest na rynkach WNP, gdzie z uwagi na niską sprzedaż w Białorusi oraz w Rosji trudno liczyć na wykonanie planu. Zważywszy, iż II połowa roku jest tradycyjnie nieco lepsza od pierwszych miesięcy (udział na poziomie 52-55% całorocznej sprzedaży), wykonanie celu zapisanego w Strategii na 2021 r. (ok. 130 mln zł przychodów) wydaje się realne. Nasza prognoza zakłada 117 mln zł przychodów i została zrealizowany już w 49%. Jeszcze wyższy stopień wykonania występuje na poziomie zysku EBIT/EBITDA oraz zysku netto. Należy jednak pamiętać, iż w IV kwartale zyski spółki są niskie (wyjątkowo w 2020 r. Aplisens wygenerował prawie 4 mln zł zysku netto, jednak znaczna jego część, ponad 2 mln zł, pochodziła z publicznych programów wsparcia w ramach tzw. tarczy antykryzysowej), a gros wyniku osiągnęte jest w okresie pierwszych 3 kwartałów (zazwyczaj 80-85%, tak na poziomie EBITDA jak i netto, po wyłączeniu zdarzeń jednorazowych). Z kolei nadwykonanie na poziomie gotówki netto wynika z nieuwzględnienia jeszcze w I półroczu wypłaty dywidendy (5,3 mln zł, wypłacona w sierpniu) oraz zapowiedzianego buybacku (maks. 13 mln zł, realizacja planowana na jesień br.).

Pomimo lepszych od naszych prognoz wyników pierwszego półrocza nie zdecydowaliśmy się na podniesienie prognoz rocznych w obawie o ewentualne negatywne następstwa IV fali koronawirusa i konsekwencje niższej sprzedaży na rynkach WNP.

## WYNIKI I PROGNOZY FINANSOWE

Rachunek zysków i strat	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>105,7</b>	<b>118,5</b>	<b>108,0</b>	<b>117,7</b>	<b>129,6</b>	<b>132,8</b>
Zysk brutto na sprzedaży	37,3	38,5	35,4	39,5	41,7	42,7
Koszty sprzedaży	2,8	3,2	2,8	3,1	3,4	3,5
Koszty ogólnego zarządu	16,8	17,3	17,5	18,2	19,9	20,3
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-0,4	-0,6	2,3	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>17,4</b>	<b>17,4</b>	<b>17,4</b>	<b>18,1</b>	<b>18,4</b>	<b>18,9</b>
Koszty i przychody finansowe netto	0,2	0,1	0,1	0,3	0,2	0,3
Zysk przed opodatkowaniem	17,6	17,5	17,5	18,4	18,7	19,2
Podatek dochodowy	2,9	2,7	2,6	2,7	2,5	3,0
Zysk netto	14,7	14,8	14,9	15,7	16,1	16,3
Zysk netto przyp. akc. jedn. dominującej	14,3	14,1	14,5	15,3	15,7	15,9
<b>Zysk netto powtarzalny</b>	<b>14,3</b>	<b>14,1</b>	<b>12,6</b>	<b>15,3</b>	<b>15,7</b>	<b>15,9</b>
Amortyzacja	7,1	7,7	7,7	8,2	9,0	9,3
<b>EBITDA</b>	<b>24,5</b>	<b>25,1</b>	<b>25,0</b>	<b>26,3</b>	<b>27,4</b>	<b>28,3</b>

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

Bilans	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Aktywa</b>	<b>174,5</b>	<b>175,4</b>	<b>182,7</b>	<b>182,9</b>	<b>195,4</b>	<b>206,7</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>105,9</b>	<b>106,2</b>	<b>102,3</b>	<b>99,4</b>	<b>99,4</b>	<b>96,7</b>
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	95,1	96,2	93,1	91,6	93,4	92,0
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Inne aktywa trwałe	7,9	7,1	6,3	4,9	3,2	1,8
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>68,5</b>	<b>69,3</b>	<b>80,4</b>	<b>83,6</b>	<b>96,0</b>	<b>110,1</b>
Zapasy	39,4	36,9	38,8	38,7	43,0	44,4
Należności handlowe	19,4	20,6	13,9	21,0	23,1	23,7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	9,5	11,5	27,6	23,9	30,0	42,0
Inne aktywa obrotowe	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pasywa</b>	<b>174,5</b>	<b>175,4</b>	<b>182,7</b>	<b>182,9</b>	<b>195,4</b>	<b>206,7</b>
<b>Kapitał własny razem</b>	<b>158,5</b>	<b>160,8</b>	<b>170,4</b>	<b>169,9</b>	<b>181,6</b>	<b>192,6</b>
<b>Zobowiązania długookresowe</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zobowiązania krótkookresowe</b>	<b>11,7</b>	<b>9,7</b>	<b>7,3</b>	<b>8,1</b>	<b>8,9</b>	<b>9,1</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	1,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	9,0	7,7	5,6	6,1	6,7	6,9
Inne	1,6	2,0	1,6	2,0	2,2	2,2

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

Rachunek przepływów pieniężnych	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Zysk netto przed opodatkowaniem	17,6	17,5	17,5	18,4	18,7	19,2
Amortyzacja	7,1	7,7	7,7	8,2	9,0	9,3
Zmiana kapitału obrotowego	-2,4	0,4	2,3	-6,1	-5,6	-1,8
Zapłacony podatek dochodowy	-2,0	-2,2	-1,6	-1,2	-0,8	-1,6
<b>CF operacyjny</b>	<b>23,2</b>	<b>26,3</b>	<b>25,3</b>	<b>18,8</b>	<b>20,8</b>	<b>24,8</b>
CAPEX	-12,7	-8,8	-6,6	-6,7	-10,7	-8,0
Inwestycje kapitałowe	-7,8	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Dezynwestycje i inne	0,0	0,0	0,0	-2,3	-5,4	-11,8
<b>CF inwestycyjny</b>	<b>-11,9</b>	<b>-12,2</b>	<b>-19,1</b>	<b>-9,0</b>	<b>-16,1</b>	<b>-19,8</b>
Zmiana kapitału	-2,1	-9,9	-2,0	-10,5	0,4	-0,1
Zmiana zadłużenia odsetkowego	1,2	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-7,3	-15,4	-5,9	-18,3	-7,4	-7,8
<b>CF finansowy</b>	<b>-6,6</b>	<b>-14,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>-15,8</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,8</b>
<b>CF</b>	<b>4,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>3,5</b>	<b>-6,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>
Stan środków pieniężnych na początek okresu	4,8	9,4	9,0	12,4	6,4	7,0
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	9,4	9,0	12,4	6,4	7,0	7,2

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

Wybrane wskaźniki	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
marża EBITDA	23,2%	21,2%	23,2%	22,3%	21,1%	21,3%
marża EBIT	16,5%	14,7%	16,1%	15,4%	14,2%	14,3%
marża netto	13,9%	12,4%	13,8%	13,3%	12,4%	12,3%
Dług netto	-8	-11	-28	-24	-30	-42
Dług netto/EBITDA	-0,3	-0,5	-1,1	-0,9	-1,1	-1,5
Liczba akcji	12,6	12,6	11,9	11,9	11,2	11,2
Dywidenda na akcję	0,35	0,25	0,45	0,37	0,42	0,43
P/BV	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8

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

Roczne stopy wzrostu	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	6%	12%	-9%	9%	10%	3%
EBITDA	3%	2%	0%	5%	4%	3%
EBIT	2%	0%	0%	4%	1%	3%
Zysk netto	-1%	-2%	-11%	21%	3%	1%

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

**OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Metoda porównawcza** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot. Metoda ta bardzo dobrze odzwierciedla bieżący stan rynku, wymaga mniejszej liczby założeń oraz jest prostsza w zastosowaniu (stosunkowo duża dostępność wskaźników dla podmiotów porównywanych). Do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych), subiektywizm w doborze grupy porównywalnych firm oraz uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych parametrów (np. tempo wzrostu, corporate governance, aktywa pozaoperacyjne, różnice w standardach rachunkowości).

**INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY WPLYNĄĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU**

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

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Raportu należne od NS nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub 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. 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 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.

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”/„Regulacja”/„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 zaleceń 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 opublikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty.

#### POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

Investowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Raport analityczny nie może być traktowany jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie, lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji. Ogólny opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na [www.noblesecurities.pl](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 partykularnych 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: 31.08.2021, godz. 9.15 . Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 31.08.2021, godz. 9.30.

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.

Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca Aplisens SA						
Rekomendacja/aktualizacja	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Data wydania	02.03.2018	18.12.2018	03.01.2020	02.06.2020	11.12.2020	08.06.2021
Kurs z dnia rekomendacji	12,80	10,50	10,40	9,80	11,20	12,80
Cena docelowa/Wycena	14,5	16,0	17,3	15,8	18,0	17,5
WIG w dniu rekomendacji	60 580,36	58 719,27	58 603,27	48 879,21	55 501,03	66 497,71

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)
Sonel	nd	15,2	11,8	12,50	22%	16.08.2021	24M	Michał Sztabler
Celon Pharma	Kupuj	59,4	39,3	40,35	47%	12.08.2021	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Akumuluj	32,9	24,9	25,90	27%	05.08.2021	9M	Michał Sztabler
Krynicky Recykling	nd	32,9	20,0	22,00	50%	13.07.2021	24M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Kupuj	977,0	836,0	768,00	27%	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	323,00	-21%	22.06.2021	9M	Dariusz Dadej
Aplisens	nd	17,5	12,8	13,10	34%	08.06.2020	9M	Michał Sztabler
Boombit	Kupuj	32,1	26,4	21,95	46%	26.05.2021	9M	Maciej Kietliński
MCI Capital	nd	30,9	19,2	20,60	50%	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	11,82	40%	06.05.2021	9M	Dariusz Dadej
OncoArendi	Trzymaj	50,0	49,1	46,50	8%	06.05.2021	9M	Krzysztof Radojewski
TIM	nd	39,6	28,4	34,70	14%	05.05.2021	24M	Michał Sztabler
Artifex Mundi	Kupuj	23,1	17,0	14,70	57%	04.05.2021	9M	Maciej Kietliński
Bioton	nd	8,0	5,6	5,11	57%	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	167,62	3%	08.04.2021	9M	Maciej Kietliński
Forte	Akumuluj	55,0	52,0	57,00	-4%	31.03.2021	9M	Dariusz Dadej
Amica	Kupuj	219,3	144,2	160,00	37%	29.03.2021	9M	Michał Sztabler
Ryvu Therapeutics	Kupuj	66,2	53,0	61,40	8%	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	517,00	33%	11.02.2021	9M	Maciej Kietliński
Wielton	Kupuj	10,6	8,1	11,00	-4%	05.02.2021	9M	Michał Sztabler
11 bit studios	Redukuj	422,5	476,0	459,00	-8%	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	3,62	-20%	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
Apator	Kupuj	28,9	22,3	23,30	24%	27.11.2020	9M	Michał Sztabler
Bioton	Kupuj	7,3	4,4			06.11.2020	24M	Krzysztof Radojewski
Forte	Kupuj	48,3	34,5			05.11.2020	9M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Kupuj	415,0	346,0			03.11.2020	9M	Maciej Kietliński
PKP Cargo	zawieszona		9,9			22.10.2020	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	177,1	133,4			14.10.2020	9M	Michał Sztabler
Ten Square Games	Sprzedaj	477,1	535,0			04.09.2020	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 - Starszy Analityk Akcji, Michał Sztabler - Analityk Akcji,

Dariusz Dadej - Analityk Akcji, Maciej Kietliński - Analityk Akcji

**DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA****Sobiesław Kozłowski, MPW**[sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl](mailto:sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

**Michał Sztabler**[michal.sztabler@noblesecurities.pl](mailto:michal.sztabler@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

**Dariusz Dądej**[dariusz.dadej@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.dadej@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 660 24 83

mobile: +48 781 910 497

**Krzysztof Ojczyk, MPW**[krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl)

tel: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

**Maciej Kietliński, MPW**[maciej.kietlinski@noblesecurities.pl](mailto:maciej.kietlinski@noblesecurities.pl)

Deweloperzy gier

**Krzysztof Radojewski**[krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl)

Biotechnologia