

## Spółki dywidendowe: Apator, Aplisens, Sonel, TIM

### Perspektywy utrzymania polityki dywidendowej



Podmioty z branży AKPiA (Apator, Aplisens, Sonel) jak również TIM należą do grupy spółek systematycznie wypłacających dywidendę. Presja na marże, utrata części przychodów eksportowych, ambitny program inwestycyjny czy konieczność finansowania zwiększonego kapitału obrotowego mogą w najbliższych latach wpływać negatywnie na możliwości utrzymania polityki dywidendowej na dotychczasowych poziomach. Dlatego też bardzo ważny w kontekście wymagającego otoczenia gospodarczego jest silny bilans i stabilne przepływy operacyjne. W przypadku Aplisensa, Sonela czy TIM-u widoczne już pogorszenie koniunktury i w konsekwencji możliwe obniżenie zysków nie będzie wymagało weryfikacji planów rozwoju i wprowadzania drastycznych działań oszczędnościowych. Z kolei Apator może być zmuszony do wyboru między ograniczeniem wypłat do akcjonariuszy a zmniejszeniem wydatków na rozwój.

#### Apator SA

W ostatnim raporcie trafnie przewidzieliśmy trudności, z którymi będzie musiał zmierzyć się Apator, nie doszacowaliśmy jednak skali problemu. Spółka wciąż ma kłopoty z utrzymaniem wielkości sprzedaży, dużą konkurencją, rosnącymi kosztami komponentów i ich brakami (co wymaga wyższego zaangażowania kapitału obrotowego), przy ograniczonej możliwości przenoszenia wzrostu kosztów na odbiorców. Dodatkowo rosnące koszty obsługi coraz wyższego zadłużenia niwelują efekty prac na obronę marż. Obniżamy cenę docelową do 12,2 zł i zmieniamy rekomendację na REDUKUJ.

#### Aplisens SA

Aplisens z uwagi na wysokie zaangażowanie na rynkach wschodnich najbardziej odczuje utratę przychodów z eksportu w tamtym kierunku. Jest też duże ryzyko odpisów na aktywa trwałe. Szanse widzimy we wroście inwestycji w segmencie gazowym (rozbudowa infrastruktury gazowej w Europie). Ultra konserwatywna polityka finansowa i bardzo silny bilans (wysoki cash netto) dają nadzieję na przejście „suchą stopą” przez zawirowania gospodarcze, kontynuowanie stabilnego rozwoju firmy i utrzymanie transferów do akcjonariuszy. Wartość akcji obniżyliśmy do 16,0 zł.

#### Sonel SA

Sonel podobnie jak inni producenci AKPiA odczuł wzrost kosztów produkcji oraz kłopoty z dostępnością komponentów. W 2022 r. spółka zmierzy się też z wyzwaniem związanym z realizacją kontraktów długoterminowych w energetyce (dostawy liczników). Mocną stroną Sonela pozostaje bezpieczny bilans (gotówka netto), wysoka marżowość core businessu oraz stabilne przepływy operacyjne. Spółka jest naszym zdaniem dobrze przygotowana na trudniejsze czasy. Wycenę akcji obniżyliśmy do 10,2 zł.

#### TIM SA

Inwestycja w akcje TIM-u daje bardzo dobrą ekspozycję na rynek handlu e-commerce, zarówno bezpośrednio (TIM SA), jak i pośrednio (poprzez spółkę logistyczną 3LP). Spółka konsekwentnie buduje pozycję rynkową w obu obszarach wykorzystując przewagi konkurencyjne i poprawiając uzyskiwane marże. Dodatkowo TIM umiejętnie korzysta z nadarżających się okazji rynkowych dla zwiększenia rentowności segmentu handlowego. Mając na uwadze bardzo dobry początek roku podnieśliśmy nasze prognozy na 2022 r. i w konsekwencji także na lata następne. Wartość akcji wyznaczaliśmy na 54,3 zł.

#### APATOR SA (Aktualizacja)

Kurs akcji	14,8 zł
Cena docelowa (9M)	12,2 zł
Potencjał wzrostu	-18%
Kapitalizacja	484 mln zł

#### APLISENS SA (Aktualizacja)

Kurs akcji	14,1 zł
Wycena	16,0 zł
Potencjał wzrostu	14%
Kapitalizacja	167 mln zł

#### SONEL SA (Aktualizacja)

Kurs akcji	9,8 zł
Wycena	10,2 zł
Potencjał wzrostu	4%
Kapitalizacja	137 mln zł

#### TIM SA (Aktualizacja)

Kurs akcji	33,5 zł
Wycena	54,3 zł
Potencjał wzrostu	73%
Kapitalizacja	744 mln zł

	P/E (skor.)			EV/EBITDA (skor.)		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Apator	17,5	11,8	10,1	6,1	4,9	4,1
Aplisens	10,3	9,6	9,2	5,0	4,2	3,5
Sonel	11,9	10,4	8,4	6,2	5,0	4,2
TIM	6,7	7,2	6,6	4,7	4,5	3,7

**Michał Sztabler**

**Analitik akcji**

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

**+48 667 852 196**

*Źródło: Spółki, Noble Securities, wskaźniki dla Apatora liczone dla liczby akcji pomniejszonej o akcje własne skor. - wskaźniki liczone na bazie wyników skorygowanych o one-off'y*

**PODSUMOWANIE ZMIAN REKOMENDACJI**

	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjal	Poprzednia cena docelowa	Zmiana ceny docelowej
Aparator	14,8	12,2	-18%	19,1	-36%
Aplisens	14,1	16,0	14%	17,8	-10%
Sonel	9,8	10,2	4%	11,8	-14%
TIM	31,4	54,3	73%	62,3	-13%

Źródło: Spółki, Noble Securities, wskaźniki dla Apatora liczone dla liczby akcji pomniejszonej o akcje własne

**PODSUMOWANIE PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH (wyniki raportowane)**

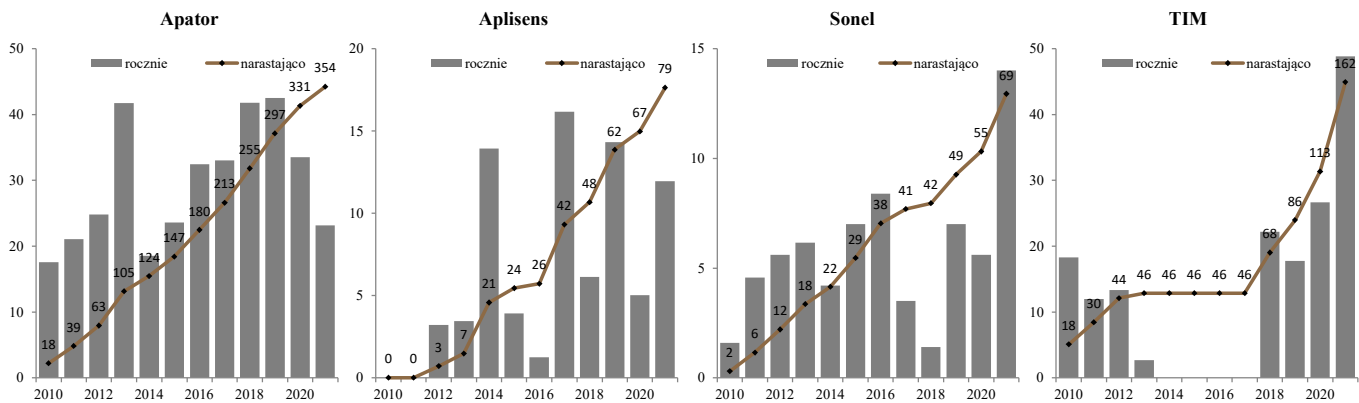
	Zysk netto			EBITDA		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Aparator	24,6	36,3	42,7	101,1	119,1	129,4
Aplisens	15,9	16,0	16,7	26,1	27,3	30,4
Sonel	11,5	13,2	16,3	21,0	25,4	29,8
TIM	104,6	96,6	105,7	166,5	171,0	192,7

Źródło: Noble Securities

## PERSPEKTYWY UTRZYMANIA POLITYKI DYWIDENDOWEJ

Podmioty z branży AKPiA (Aparator, Aplisens, Sonel) jak również TIM należą do grupy spółek systematycznie wypłacających dywidendę.

### Konsekwentna polityka dywidendowa



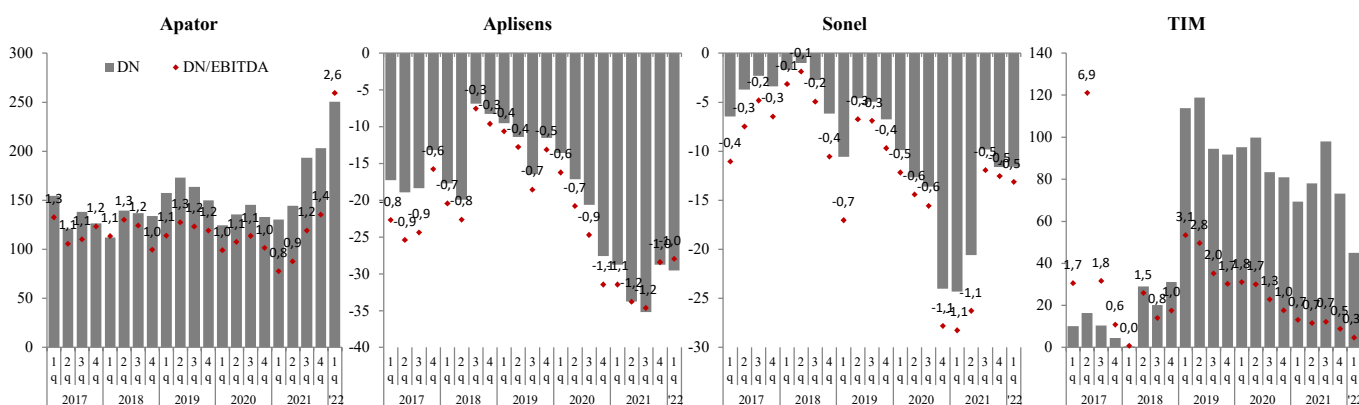
Źródło: Aparator, Aplisens, Sonel, TIM, Noble Securities

Presja na marże (AKPiA), utrata części przychodów eksportowych na skutek konfliktu na Wschodzie (AKPiA), ambitny program inwestycyjny (Aparator, TIM) czy konieczność finansowania zwiększonego kapitału obrotowego (wszystkie podmioty) mogą w najbliższych latach wpływać negatywnie na możliwości utrzymania polityki dywidendowej na dotychczasowych poziomie. Dlatego też bardzo ważny w kontekście wymagającego otoczenia gospodarczego (pogorszenie koniunktury, rosnące stopy procentowe) jest silny bilans i stabilne przepływy operacyjne.

W takiej sytuacji znacznie lepiej poradzą sobie podmioty prowadzące dotychczas bardziej konserwatywny model rozwoju, finansowany przede wszystkim ze środków własnych i posiadające odpowiednią „poduszkę finansową” w postaci gotówki netto lub relatywnie niskiego zadłużenia (Sonel, Aplisens, TIM). W ich przypadku widoczne już pogorszenie koniunktury i w konsekwencji spadek (Sonel) lub ryzyko spadku w przyszłości (Aplisens, TIM) wyników nie będzie rodziło konieczności weryfikacji planów rozwoju i wprowadzania drastycznych działań oszczędnościowych.

Z odmienną sytuacją mamy do czynienia w Aparatorze, którego ekspansywna polityka w ostatnich latach (utrzymanie polityki dywidendowej, buyback, realizacja ambitnej strategii rozwoju i wzrost CAPEX) doprowadziła do wzrostu zadłużenia. W środowisku wysokich stóp procentowych oznaczać to będzie gwałtowne zwiększenie kosztów finansowania zewnętrznego. Obawiamy się, że Zarząd Aparatora będzie zmuszony do wyboru między ograniczeniem wypłat do akcjonariuszy a zmniejszeniem wydatków na rozwój. Wyhamowanie rozwoju w tak konkurencyjnej branży może z kolei oznaczać dalszy spadek marż.

### Silny bilans w Aplisensie, Sonelu i TIM-ie



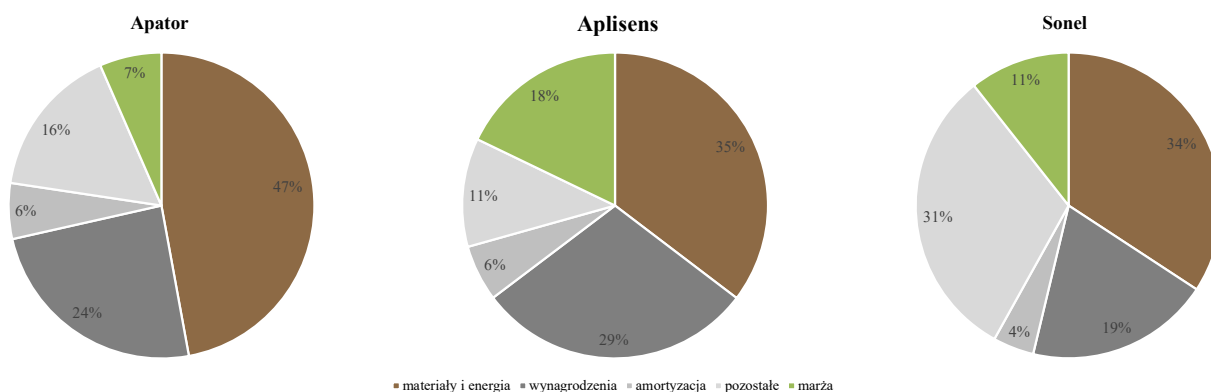
Źródło: Aparator, Aplisens, Sonel, TIM, Noble Securities

## BRANŻA AKPIA: APATOR, APLISENS, SONEL

### Wzrost kosztów wytworzenia i presja na marżę

Sygnały dochodzące ze spółek z segmentu AKPIA (aparatura kontrolno-pomiarowa i automatyka) wskazują na rosnącą presję kosztową wpływającą negatywnie na osiągnięte marże. Oprócz kłopotów z dostępnością i cenami komponentów do produkcji (rok 2021) dochodzą rosnące ceny energii elektrycznej oraz ponownie wyższe oczekiwania płacowe (rok 2022). Zważywszy, że koszty materiałów (wraz z kosztami energii) stanowią w firmach AKPIA ok. 50% kosztów operacyjnych (ok. 35-45% przychodów), a koszty wynagrodzeń kolejne 30-40% (20-30% przychodów), ich dynamiczny wzrost może w krótkim czasie wpływać negatywnie na generowane marże.

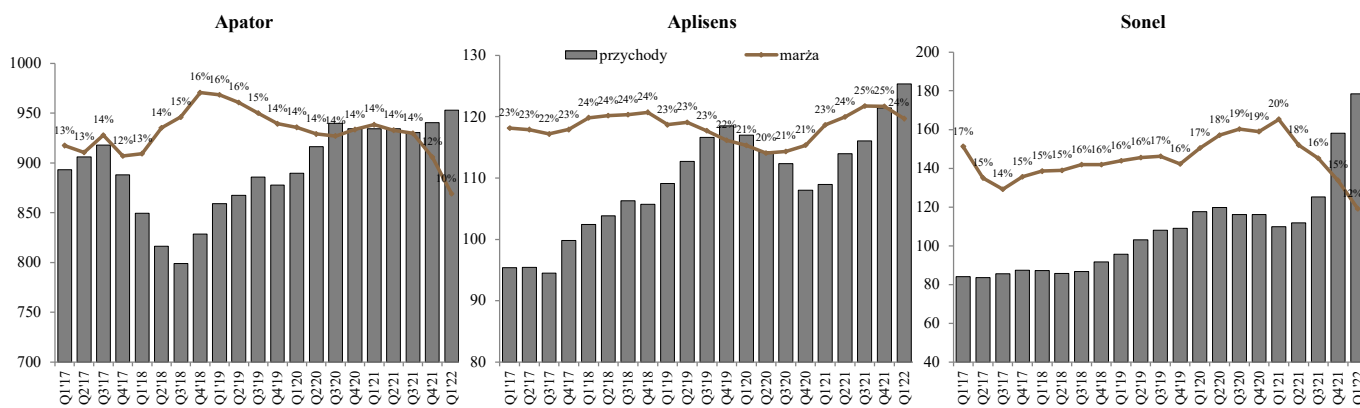
### Struktura kosztów operacyjnych (dane za 2021 r., wyniki skonsolidowane)



Źródło: Apator, Aplisens, Sonel, Noble Securities

Im wyższą mają firmy rentowność (na poziomie EBITDA: Aplisens 23%, Apator 14%, Sonel 19%), tym łatwiej będzie im absorbować wzrost kosztów produkcji.

### Wartość przychodów i marża EBITDA (LTM, mln zł)



Źródło: Apator, Aplisens, Sonel, Noble Securities

W trudnym otoczeniu i rosnącej presji kosztowej na znaczeniu zyskuje elastyczność sprzedaży i terminy realizacji kontraktów. Im dłuższy średni czas realizacji zamówienia, tym wyższe ryzyko dla zachowania oczekiwanego poziomu rentowności. Aplisens i Sonel realizują w większości krótkoterminowe zamówienia (horyzont kilkumiesięczny, w Sonelu jedynie kontrakty na dostawy liczników wiążą się z dłuższym okresem realizacji – ok. 25% sprzedaży). Inaczej jest w Apatorze, gdzie zarówno Segment Energii elektrycznej (ok. 40% przychodów) jak i Segment Gazu (ok. 30% przychodów) charakteryzuje się w większości długoterminowymi kontraktami (i na dodatek pozyskiwanymi w systemie przetargowym), a klientami są duże podmioty o dużej sile negocjacyjnej.

Wyniki I kwartału 2022 były potwierdzeniem trudności, z jakimi branża AKPIA będzie musiała się mierzyć w tym roku.

## Środowisko wysokich stóp procentowych niekorzystne dla firm z wysokim zadłużeniem

Spółki z branży AKPiA charakteryzowały się stabilnym i wysokim cash flow pozwalającym prowadzić stabilną politykę dywidendową. Dodatkowo Aplisens oraz Sonel dysponują nadwyżkami gotówkowymi wynikającymi z konserwatywnego modelu finansowania rozwoju spółki. Bardziej agresywną strategię przyjął Apator, zwiększając zadłużenie w celu przyspieszenia rozwoju firmy.

Uważamy, że w środowisku wysokich stóp procentowych i dodatkowo dużej presji na marże (czego efektem będzie spadek zysków i pogarszające się przepływy gotówkowe) bezpieczny bilans będzie atutem Aplisensa oraz Sonela. Zbudowana przez ostatnie lata „poduszka finansowa” będzie wzmacniała ich konkurencyjność na rynku (bardziej elastyczna polityka handlowa, większy poziom zapasów, hurtowe zakupy komponentów, lepsze relacje z bankami) i tym samym wspierała wyniki tych firm. Z kolei spółki o wysokim zadłużeniu (jak np. Apator) będą odczuwały wzrost kosztów finansowych dodatkowo obciążający ich wyniki.

## Utrata rynków wschodnich

Branża AKPiA była aktywna na rynkach wschodnich. Eksport w tym samym kierunku stanowił 5-20% przychodów tych firm. Firmy krajowe zaprzestały lub mocno ograniczyły sprzedaż na rynki Rosji i Białorusi; sprzedaż na Ukrainę powoli rośnie. Obawiamy się, że ewentualne odbudowanie sprzedaży do Rosji i Białorusi po zakończeniu konfliktu będzie bardzo trudne, gdyż miejsce po polskich spółkach zajęła już konkurencja: lokalna oraz dalekowschodnia. Szans upatrujemy w zapowiadającym programie odbudowy Ukrainy (w zakresie infrastruktury energetycznej, gazowej czy wodociągowej), choć branża AKPiA nie miała na Ukrainie zbudowanej tak silnej pozycji jak w Rosji.

Największy uszczerbek na przychodach dotyczył będzie Aplisensa, który ma spółki zależne tak w Rosji jak i na Białorusi, gdzie montowane były wyroby Aplisensa i sprzedawane na rynkach WNP (Rosja, Białoruś, Kazachstan). Należy jednak pamiętać, że część przychodów skonsolidowanych wykazywanych w segmencie „Rynki wschodnie” była to sprzedaż do pośrednika, co sztucznie podnosiło poziom przychodów. W przypadku Aplisensa liczymy się z utratą ok. 20 mln zł (po wyłączeniu pośrednika): ok. 15 mln zł w Rosji oraz ok. 5 mln zł w Białorusi. Wielkości te powinny być częściowo skompensowane wzrostem sprzedaży krajowej oraz eksportu na inne rynki. Ryzykiem dla takiego założenia jest spowolnienie gospodarcze na świecie i wzrost konkurencji. W przypadku Apatora sprzedaż do Rosji stanowiła ok. 5% przychodów w 2021 r. (udział systematycznie spadał w ostatnich latach). Sonel kierował na tamte rynki ok. 3,5% swojej sprzedaży.

Oprócz utraty przychodów i zysków związanych z brakiem eksportu na rynki objęte sankcjami, istnieje ryzyko utraty zaangażowanych tam aktywów, zarówno środków trwałych (nieruchomości, maszyny), jak i obrotowych (zapasy, należności). Dotychczas (stan na 31.03.2022) tylko Apator dokonał odpisu na należności od klientów ukraińskich (2,2 mln zł, w ciężar wyników 1Q2022; liczy jednak na spłatę należności i możliwość odwrócenia odpisu), pozostałe firmy nie zdecydowały się na taki ruch tłumacząc to brakiem podstaw. Zapasy zgromadzone na tamtych rynkach są wyprzedawane, a należności spłacane. Naszym zdaniem bardzo prawdopodobne jest wycofanie wszystkich zaangażowanych na rynkach wschodnich środków obrotowych, co pozwoli uniknąć tworzenia odpisów.

Stan na 31.03.2022 (tys. zł)	Apator	Aplisens	Sonel
<b>RAZEM</b>	<b>4 467</b>	<b>8 717</b>	<b>1 395</b>
<u>Aktyw obrotowe</u>	<u>3 750</u>	<u>2 000</u>	<u>1 395</u>
- Rosja	3 542		1 395
- Białoruś	0	2 000	0
- Ukraina	208		0
<u>Akcje, udziały</u>	<u>717</u>	<u>6 717</u>	<u>0</u>
- Rosja	717*	6 637	0
- Białoruś	0	80	0

\* Apator sprzedał udziały w spółce rosyjskiej w maju'22

Źródło: Apator, Aplisens, Sonel, Noble Securities

Więszym problemem mogą być pozostawione tam aktywa trwałe, co szczególnie dotyczy Aplisensa. Gdyby doszło do przymusowej nacjonalizacji własności firm z krajów przeciwnych reżimom w Rosji i Białorusi, Aplisens utraciłby łącznie ok. 6,7 mln zł (niemal w całości dotyczy spółki zależnej w Rosji – spółka ta jest właścicielem nieruchomości biurowej zlokalizowanej pod Moskwą). Z odpisem takiej wysokości należy się liczyć, choć nie uwzględniamy tego w naszych prognozach. Z kolei Apator wycofał swoje zaangażowanie kapitałowe sprzedając udziały w rosyjskim podmiocie w maju br. (strata ok. 0,35 mln zł zostanie wykazana w sprawozdaniu za 2Q2022). Sonel nie ma udziałów w podmiotach w ww. krajach.

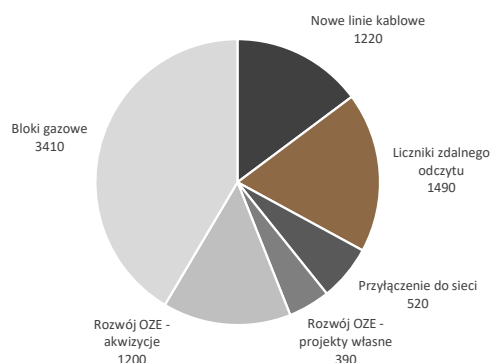
## Perspektyw wzrostu

### Rynek inteligentnych liczników energii

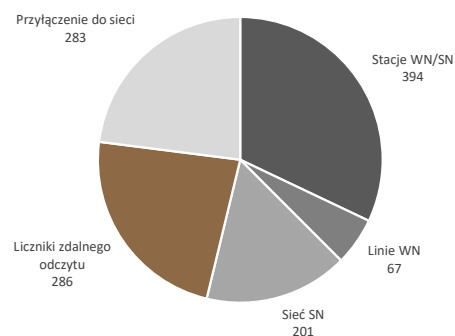
Zapowiadany wzrost nakładów inwestycyjnych firm energetycznych w dużej części finansować ma rozwój w segmencie dystrybucji. Ważnym elementem tychże inwestycji ma być zakup i montaż tzw. inteligentnych liczników energii elektrycznej (określanych także jako liczniki smart lub liczniki ze zdalnym odczytem).

## Plany inwestycyjne wybranych koncernów energetycznych (mln zł)

Program inwestycyjny PGE na lata 2022-23 (-27) (mln zł)



Program inwestycyjny Enei na lata 2022-23 (mln zł)



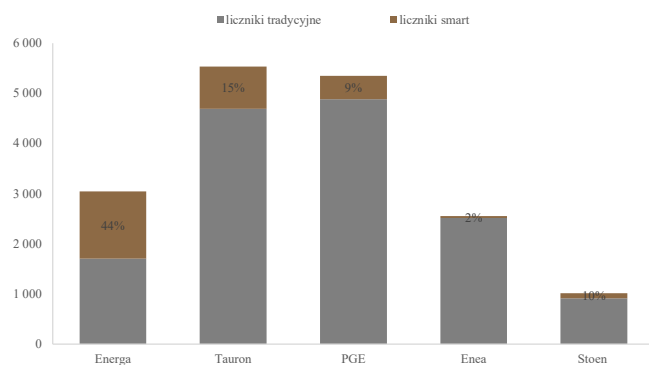
PGE: program inwestycyjny na lata 2022-23 (przy czym część inwestycji ma dłuższy horyzont – do 2025 w licznikach, czy do 2027 r. w blokach gazowych), Enea: program inwestycyjny na lata 2022-23.

Źródło: PGE, Enea, Noble Securities

Do wymiany liczników prądu na urządzenia ze zdalnym odczytem zobowiązuje krajowych OSD (operatorów systemów dystrybucyjnych) znowelizowana w lipcu'21 ustawa Prawo energetyczne. Zgodnie z nowymi przepisami OSD mają do końca 2028 r. wymienić co najmniej 80% wszystkich liczników, z następującymi kamieniami milowymi: 15% do 31.12.2023 r., 35% do 31.12.2025 r., 65% do 31.12.2027 r. i 80% do 31.12.2028 r.

## Zróżnicowane zaawansowanie procesu wymiany liczników

Stożek zaawansowania wymiany liczników (tys. szt)

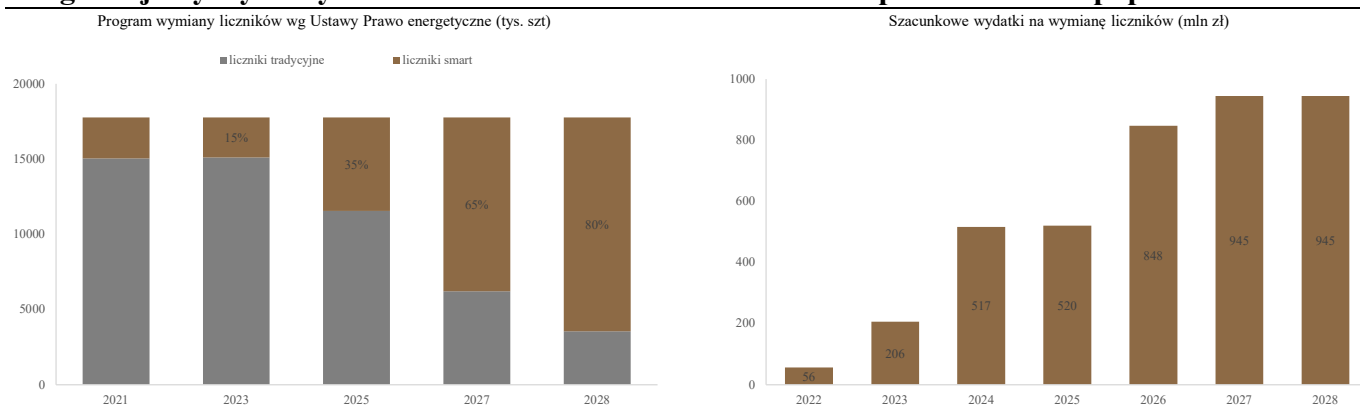


Źródło: Informacje medialne, Noble Securities

Przyjmując, że w krajowym systemie zamontowane jest ok. 17,8 mln liczników (tj. punktów odbioru, dane na koniec 2020 r. wg URE), firmy dystrybucyjne zostały zobligowane do wymiany min. 14,2 mln urządzeń. Niektórzy dystrybutorzy zobowiązali się do wymiany wszystkich liczników powieszonych na ich sieci (np. Tauron, PGE). Szacujemy, że obecnie w sieciach dystrybucyjnych w Polsce zainstalowano ok. 2,7 mln liczników ze zdalnym odczytem (ok. 15%), przy różnym stopniu zaawansowania poszczególnych dystrybutorów (od ok. 45% w Enerdze do zaledwie 1-2% w Enei).

Uwzględniając koszt pojedynczego licznika smart na poziomie 360 zł, łączny koszt wymiany wyniesie min. 5,1 mld zł (6,4 mld zł przy pełnym zastąpieniu starych urządzeń). Część kosztów została już poniesiona, jednak wciąż spółki muszą przeznaczyć na ten cel min. 4,1 mld zł w 7 lat (średniorocznie co najmniej 0,6 mld zł). Jak wcześniej wspomnieliśmy, niektórzy dystrybutorzy mają na tyle wysoki stopień zaawansowania procesu wymiany liczników, że teoretycznie nie muszą realizować żadnych inwestycji w tych zakresie w najbliższych latach (np. Energa czy Tauron). Przyjmując modelowy (tj. wynikający z zobowiązań narzuconych znowelizowaną ustawą Prawo energetyczne) rozkład inwestycji w wymianę urządzeń, znaczącego wzrostu nakładów inwestycyjnych u operatorów systemów dystrybucyjnych (a więc też wzrostu wartości rynku liczników) należy oczekiwać od roku 2024 (przetargi w 2023 r.) – początkowo ok. 0,5 mld zł, potem ok. 1 mld zł rocznie.

### Prognozujemy wyraźny wzrost wartości zamówień liczników w porównaniu do poprzednich lat



Źródło: Ustawa Prawo energetyczne, szacunki Noble Securities

Na rynku dostawców liczników dla krajowej energetyki działają dwie spółki giełdowe: **Apator** (spółka z wieloletnim doświadczeniem, krajowy producent) oraz **Sonel** (spółka aktywnie zdobywająca rynek, bazująca na licznikach dostarczanych we współpracy z chińskim partnerem). Apator osiąga roczne przychody na poziomie ok. 900 mln zł, z czego segment energii elektrycznej (gdzie wykazywane są przychody ze sprzedaży liczników energii elektrycznej) odpowiada za ok. 400 mln zł sprzedaży. Z kolei Sonel jest mniejszą spółką (przychody ok. 160 mln zł), a sprzedaż liczników to ok. 40 mln zł (z tendencją wzrostową). Wyższy popyt na liczniki smart wynikający z zapowiadanych programów inwestycyjnych (stymulowanych nowymi przepisami w tym obszarze) przyniesie wzrost liczby przetargów na dostawy liczników jak i wyższą wartość pojedynczych zamówień (ok. 50 mln zł, choć zapewne podzielone na kilka tzw. zadań). Wygrana nawet jednego takiego przetargu dawałaby skokowy wzrost przychodów przede wszystkim dla Sonela, ale i byłaby zauważalna w przychodach Apatora. Jednocześnie przypominamy o ryzykach związanych z realizacją zamówień pozyskiwanych w ramach przetargów: wysokie kary za opóźnienia, trudności renegocjacji warunków, presja na marże.

#### Inwestycje w infrastrukturę gazową w UE

Unia Europejska zużywa rocznie 400 mld m<sup>3</sup> gazu, z czego ok. 85% importuje. 155 mld m<sup>3</sup> gazu jest importowane z Rosji (140 mld m<sup>3</sup> gazociągami i 15 mld m<sup>3</sup> jako LNG). Ostatnie doniesienia z Brukseli pokazują, że KE próbuje zredukować "dramatyczną zależność" od rosyjskich węglowodorów i węgla. Celem jest redukcja importu o 50-100 mld m<sup>3</sup> i to jeszcze w tym roku (bardzo ambitnie).

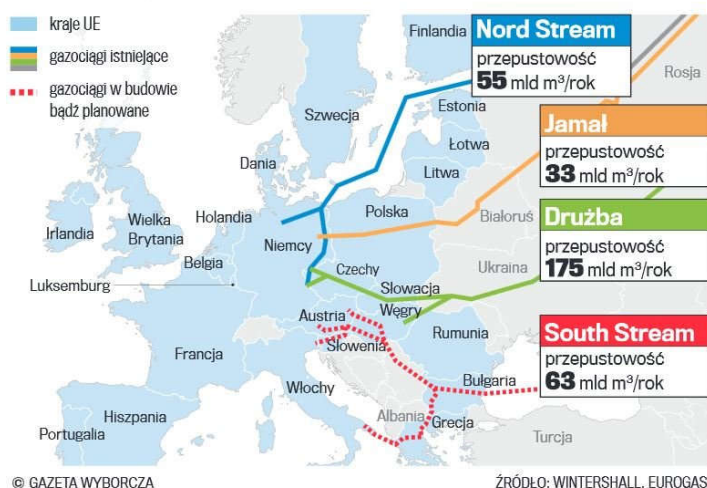
Niezbędne działania to:



- Reaktywacja innych źródeł energii: w krótkim terminie węgiel i energetyka jądrowa, w dłuższym rozwój OZE.
- Nowe technologie magazynowania (np. wodór).
- Pozyskanie gazu z innych kierunków = rozbudowa potencjału LNG (gazoporty, gazociągi wewnątrz UE).

## Infrastruktura importowa gazu w Europie

### GAZOCIĄGI GAZPROMU DO EUROPY



Źródło: Gazeta Wyborcza za Wintershall, Eurogas, Komisja Europejska, Noble Securities

W Europie (z wyłączeniem Turcji) działają łącznie moce importowe o zdolności 184 mln t LNG z bardzo sezonowymi charakterystykami (schematami) wykorzystania. W styczniu tego roku europejskie terminale LNG zbliżyły się do swoich fizycznych limitów przepustowości (osiągając 80-82% wykorzystania), z czego terminale obsługujące największe rynki gazu w Europie Północno-Zachodniej osiągnęły swoje granice techniczno-konstrukcyjne, aby nadażyć za popytem. Znaczna część niewykorzystanych zdolności importowych LNG znajduje się jeszcze w Europie Południowej i Wielkiej Brytanii, bez połączeń międzysystemowych z rynkami gazu w Europie Środkowej (np. Czechy, Słowacja, także Austria), które są w dużym stopniu uzależnione od dostaw z Rosji. Budowa nowego lądowego terminala importowego LNG, w warunkach pokoju, trwa co najmniej 5 lat i jest kosztowna. FSRU (ang. floating storage regas units - FSRU) – z których każdy (w zależności od magazynów na lądzie) może średnio importować ok. 5 mld m<sup>3</sup> rocznie – są tańsze, a i instalacja jest szybsza. Niemcy, największy europejski konsument gazu, nie mają żadnego gazoportu. Na początku marca podpisały umowę na budowę nowego terminala LNG w Brunsbüttel (8 mld m<sup>3</sup>, termin zakończenia inwestycji za 2 lata).

Polska zużywa obecnie ok. 20 mld m<sup>3</sup> gazu, jednak m.in. za sprawą rozwoju energetyki gazowej zużycie gazu ziemnego ma dynamicznie rosnać (potencjalnie do 30 mld m<sup>3</sup> w perspektywie roku 2030, +50% vs 2020 r.). Na tle krajów ościennych, Polska jest dość dobrze zdywersyfikowana pod względem możliwości pozyskania gazu ziemnego i może uniezależnić się od importu z Rosji. Kontrakt na dostawy gazu z Rosji (tzw. Kontrakt jamalski) wygasa z końcem 2022 r. Polska importowała z kierunku wschodniego ok. 9-10 mld m<sup>3</sup> gazu (przy potencjale na poziomie 12 mld m<sup>3</sup>).

Przede wszystkim należy pamiętać, że w Polsce wydobywany jest gaz ziemny, w wielkości ok. 5 mld m<sup>3</sup>. Ponadto w latach 2022-24 zakończonych ma zostać szereg inwestycji, które zwiększą możliwości importowe z różnych kierunków:

- Rozbudowa gazoportu w Świnoujściu zwiększy przepustowości terminala z 5 do 6,2 mld m<sup>3</sup> gazu po regazyfikacji (od 2023 r.), a następnie do 8,3 mld m<sup>3</sup> (od 2024 r.). Od 2023 r. PGNiG rozpocznie realizację dużych kontraktów na odbiór LNG z USA (docelowo nawet 7,5 mld m<sup>3</sup> gazu po regazyfikacji).



- Uruchomienie Baltic Pipe (od 11.2022 r.) pozwoli na import gazu norweskiego. Przepustowość gazociągu to 10 mld m<sup>3</sup>.
- Wykorzystane mogą być interkonektory z Litwą (2 mld m<sup>3</sup>, uruchomiony w 05.2022 r.) oraz Słowacją (5,7 mld m<sup>3</sup>), a jeśli będzie potrzeba to również z rewersu ze strony niemieckiej (5 mld m<sup>3</sup>).

Inwestycje w infrastrukturę gazową powinny zwiększyć popyt na urządzenia produkowane przez **Aplisens**. Choć polskiej spółce może być trudno zaistnieć przy dużych projektach (Aplisens nie ma tak dobrej rozpoznawalności poza Polską, mimo że produkty spółki nie ustępują rozwiązaniom konkurencji), to wyższy popyt niewątpliwie ułatwi pozyskiwanie zleceń w innych obszarach rynku (serwis, modernizacja, wymiana starych urządzeń).

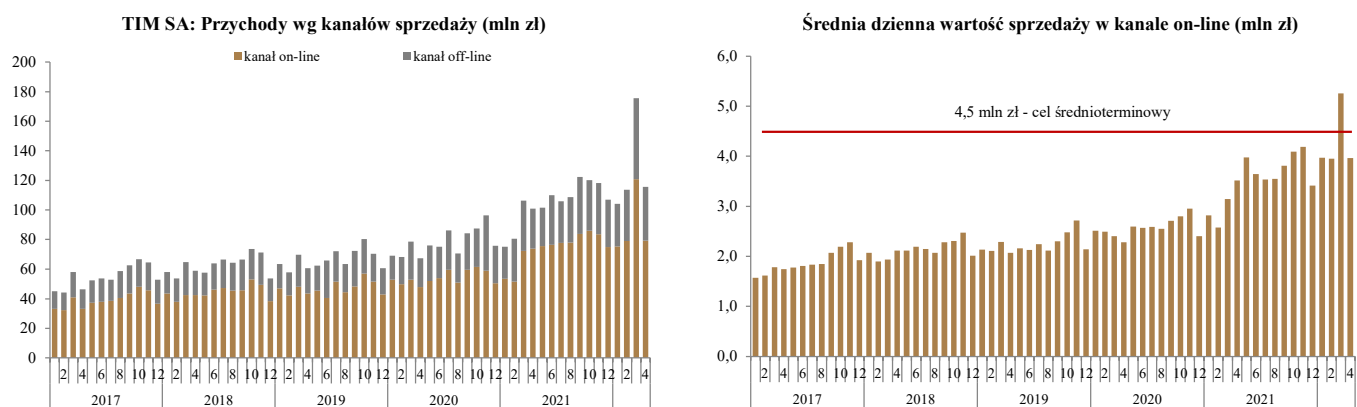
## TIM SA

### Perspektyw średnioterminowe: segment handlowy

#### *Dynamiczny wzrost sprzedaży*

Dane sprzedażowe za 4 miesiące 2022 r. wskazują na kontynuację dynamicznego wzrostu przychodów z poprzednich okresów. Spółce z pewnością sprzyja przyjęty model handlu i postawienie na kanał on-line, co w obecnej sytuacji jest rozwiązaniem pożądanym przez klientów. Udział sprzedaży internetowej ustabilizował się na poziomie 70-75% całkowitych przychodów ze sprzedaży towarów. Średnia dzienna wartość obrotów zbliża się do poziomu 4,5 mln zł będących średnioterminowym celem zarządu. Dodatkowo spółka korzysta na koniunkturze w branży, wzroście cen towarów (szczególnie opartych na szybko drożących surowcach: miedź, aluminium, plastik), a chwilowo (marzec'22) także na zawirowaniach w dostępności wybranych towarów w związku z rozpoczęciem działań wojennych na Ukrainie.

### Rosnąca sprzedaż przy wysokim udziale kanału on-line

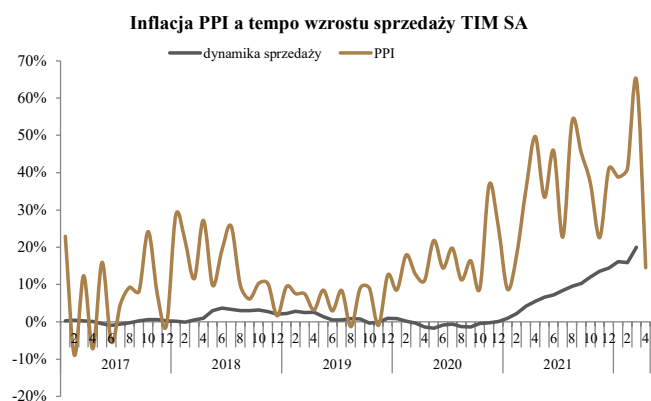


Źródło: TIM, Noble Securities

#### *Sprzyjające warunki rynkowe wspierały działania Zarządu*

Ceny surowców, z którymi powiązane są ceny podstawowych produktów elektrotechnicznych (miedź, aluminium – kable i przewody; stal, plastik - pozostałe wyroby) oraz ceny podzespołów elektronicznych weszły w silny trend wzrostowy jeszcze w 2020 r. Powodem jest odbudowanie popytu po pandemii przy jednoczesnym ograniczeniu podaży niektórych materiałów czy wyrobów. Dodatkowo klienci coraz częściej napotykać na braki towarów. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami spółka skutecznie wykorzystała nadarżające się okazje rynkowe i zdołała poprawić marże.

### Otoczenie inflacyjne korzystne dla spółek handlowych



Źródło: TIM, Noble Securities

W 2021 r. dodatkowo pojawił się komponent inflacyjny, którego wpływ jeszcze się zwiększył w 2022 r. i zapewne utrzyma się do 2023 r. Zwracamy przy tym uwagę na inflację producencką (PPI), która naszym zdaniem w lepszym stopniu oddaje dynamikę cen na rynku komponentów elektrotechnicznych.

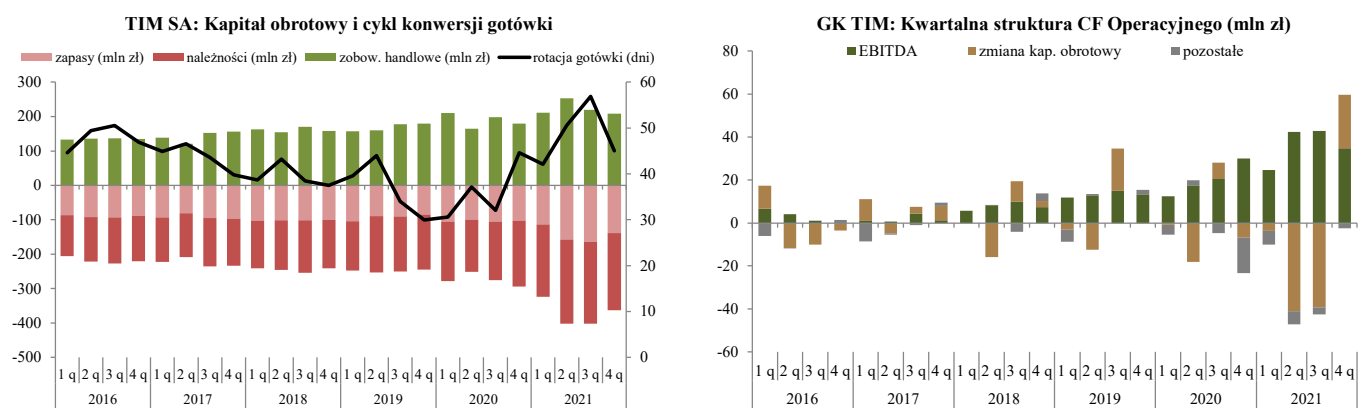
Uważamy jednak, że wzrost marż nie jest tylko krótkotrwałym efektem koniunktury rynkowej (choć na pewno czynnik ten miał swój udział we wzroście), ale wynika z długoterminowych działań spółki. Przyczyny poprawy rentowności widzimy w lepszym miksie produktowym (nacisk na sprzedaż wyżej marżowych produktów), rozbudowie oferty (coraz większej dostępności towarów) oraz utrzymaniu tzw. „długiego ogona” (tj. towarów niskorotujących, a więc też o niskiej dostępności na rynku i sprzedawanych z wyższą marżą). To powinno sprzyjać utrzymaniu marży na wysokim poziomie po wygaśnięciu efektów zewnętrznych (rynkowych).

#### *Wzrost wartości zapasów będzie kontynuowany, jednak w wolniejszym tempie*

Bardzo dobra sytuacja płynnościowa spółki, brak istotnych wydatków inwestycyjnych zaplanowanych na 2021 r. oraz świadomość okazji cenowych wynikających z sytuacji na rynku (wspomnienie powyżej wzrosty cen towarów) stały za decyzją o wyraźnym zwiększeniu zapasów w TIM SA w ub.r. Wartość zapasów wyniosła na koniec 2021 r. ok. 140 mln zł (+37 mln zł vs koniec 2020 r.). Wzrosły także należności (+33 mln zł), jednak ten wzrost wynikał przede wszystkim ze zwiększenia skali biznesu i został w większości skompensowany przyrostem zobowiązań krótkoterminowych (+30 mln zł). Można więc powiedzieć, że wyższe wydatki na kapitał obrotowy netto (KON) sprowadzają się do finansowania wyższej wartości magazynu.

Zapowiadana w strategii wysoka dostępność towarów i szeroka oferta (w tym też wspomniany wcześniej „długi ogon”) nie sprzyjają zmniejszaniu stanów magazynowych. Dlatego poziom zapasów będzie dalej rósł, co najmniej w tempie wzrostu sprzedaży. Zmiana wartości zapasów będzie w głównym stopniu odpowiedzialna za wzrost nakładów na kapitał obrotowy (wartość należności jest kompensowana zobowiązaniami handlowymi) i nie pozwoli na trwalszy spadek wskaźnika rotacji gotówki.

#### **Spadek wskaźnika konwersji gotówki ma charakter krótkoterminowy**



Źródło: TIM, Noble Securities

#### **Perspektywy średnioterminowe: segment logistyczny (3LP)**

Oczekujemy wzrostu przychodów z biznesu logistycznego ponad tempo wzrostu samego TIM SA, gdyż:

- 3LP kieruje swoją ofertę przede wszystkim do podmiotów z sektora e-commerce, aktywnie pozyskując nowych klientów i zwiększając zakres usług,
- planowane są inwestycje zwiększające potencjał przychodowy (nowe powierzchnie magazynowe),
- spółka zamierza wejść w segment usług zarządzania magazynami klienta na zlecenie.

Udział klientów zewnętrznych wzrósł w 2021 r. do ok. 60% (vs 46% w 2020 r., dotyczy usług fulfillmentu, tj. stricte magazynowych).

Obecnie spółka jest na ostatnim etapie inwestycji w Siechnicach polegającej na budowie nowego magazynu o powierzchni ok. 25 tys. mkw. (vs ok. 50 tys. mkw. w obecnych magazynach spółki,

+30 tys. mkw. w magazynach zewnętrznych w krótkoterminowych umowach najmu). Inwestycja realizowana będzie w dotychczasowym modelu asset light, tj. przez wynajęcie gotowego już obiektu od wyspecjalizowanego dewelopera na zasadach długoterminowej umowy najmu. Podobnie jak było to w przypadku obecnie użytkowanych hal magazynowych, TIM zainwestuje w automatyzację magazynową. Szacowany wydatek to 63 mln zł, do poniesienia przede wszystkim w 2022 r. (oddanie na początku 2023 r., pełny rozruch w 3Q2023).

Oddanie nowego magazynu wyczerpie możliwości jakie daje nieruchomości w Siechnicach. Dalszy rozwój 3LP będzie musiał być realizowany w innej lokalizacji. Pozyskanie powierzchni magazynowej w innej części kraju uatrakcyjni ofertę spółki, która teraz będzie mogła świadczyć usługi z różnych lokalizacji. Podczas ostatniego road show związanego z IPO spółka zapowiedziała otwarcie kolejnych magazynów: w Sycowie (ok. 17 tys. mkw., oddanie w 2H2022, dedykowane dla segmentu meblarskiego we współpracy z którym 3LP zebrała już doświadczenie dzięki obsłudze sklepu internetowego IKEA), w Zgierzu (15 tys. mkw., oddanie 1Q2023) oraz w Słubicach (44 tys. mkw., oddanie w 2H2023, dedykowane dla firm z Niemiec lub/i spółek krajowych obsługujących głównie tamten rynek).

Zarząd zapowiedział też rozpoczęcie świadczenia usług zarządzania magazynem na zlecenie. W kwietniu '22 spółka podpisała pierwszą tego typu umowę z Opono.pl, która ma obowiązywać przez 5 lat. Nie wymaga ona zbyt dużych nakładów inwestycyjnych, charakteryzuje się jednak nieco niższą rentownością i szeregiem ryzyk, np.: niskie bariery wejścia, wynagrodzenie za wykazanie oszczędności vs dotychczasowy model funkcjonowania magazynu.

Rozwój spółki 3LP będzie kontynuowany pomimo braku wpływów z zapowiadanej na 1H2022 emisji akcji (ok. 100 mln zł). W prognozach przyjęliśmy CAPEX na zakup nowego systemu automatyzacji magazynowej (Shuttle 2.0) w latach 2022-23 (odpowiednio 53 mln zł oraz 10 mln zł) oraz wydatki na doposażenie nowo otwieranych magazynów (harmonogram podany w Prospekcie Emisyjnym 3LP SA). Nie uwzględniliśmy planów akwizycyjnych (brak konkretów), które przy braku dodatkowych wpływów z emisji zapewne zostaną odłożone na późniejszy okres.

### Ambitna strategia na lata 2022-26

Zarząd opublikował założenia nowej 5-letniej strategii dla TIM SA obejmującej lata 2022-26. Główne jej elementy to:

- TIM centrum elektrotechniki (a więc nie tylko towar, ale też wiedza)
- Zakupy w TIM to przyjemność (dalsze poszerzanie funkcjonalności systemu sprzedaży)
- TIM zawsze pod ręką (szeroka oferta i szybka dostępność)
- TIM to team (gest w kierunku pracowników)

W części finansowej strategia zakłada wzrost przychodów do min. 3 mld zł (vs 1,52 mld zł w 2021 r., CAGR 19%) i EBITDA do 250 mln zł (marża 8,3% vs 8,7% w 2021 r.).

TIM SA	2018	2021P	2021	2026P
Przychody	751	1000	1252	3000
CAGR (plan)	10,0%		19,1%	
CAGR (real.)		18,5%		
EBITDA	17	36	109	250
marża EBITDA	2,3%	3,6%	8,7%	8,3%

Źródło: TIM SA

Strategię oceniamy jako ambitną, choć Zarząd spółki swoimi działaniami w ostatnich latach zbudował wiarygodność.

Wsparciem dla ponadprzeciętnej dynamiki sprzedaży (przynajmniej w najbliższym czasie, lata 2022-23) będzie wysoka inflacja, szczególnie w ujęciu PPI (inflacja producencka). Zarząd deklaruje, że wzrost ma

być generowany przede wszystkim na rynku krajowym (poprzez zwiększania udziałów rynkowych), choć naszym zdaniem konieczne może być wyjście także na inne rynki, aby zrealizować cele nowej strategii.

Utrzymanie szerokiej oferty (docelowo >100 tys. indeksów dostępne w 24 godziny) i posiadanie tzw. „długiego ogona” (tj. relatywnie dużo towaru o niskiej rotacji – a więc też o niskiej dostępności na rynku) będzie sprzyjało osiągnięciu ponadprzeciętnej rentowności.

Zarząd liczy na wykorzystanie efektu skali i dalszy spadek wskaźnika kosztów operacyjnych (w relacji do przychodów), jednak może być trudno osiągnąć ten cel w środowisku dynamicznie rosnących kosztów usług obcych (transport, usługi magazynowe) oraz kosztów pracy.

TIM zapowiedział wzrost wydatków inwestycyjnych, z ok. 5 mln zł w ostatnich kilku latach, do ok. 15 mln zł rocznie w latach 2022-23. Uważamy, że w kolejnych latach należy założyć min. 10 mln zł wydatków na technologie, aby utrzymać konkurencyjność i pozycję lidera technologicznego.

Pomimo wzrostu wydatków inwestycyjnych, konieczności finansowania majątku obrotowego (wynikającej m.in. z rosnących obrotów i utrzymywania tzw. „długiego ogona”) i odłożenia IPO spółki zależnej 3LP (kolejna próba na jesieni), Zarząd nie zamierza zmieniać polityki dywidendowej (min. 1 zł/akcję + 50% zysku netto ponad 22 mln zł).

Przyjmując, że wzrost przychodów miałyby rozkład liniowy, amortyzacja nie przekroczyłaby średniorocznie kwoty 10 mln zł, koszty finansowe nie byłyby znaczące, CIT=19%, to wyniki spółki w latach 2022-26 mogłyby kształtować się następująco:

TIM SA	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Przychody (mln zł)	1252	1602	1951	2301	2650	3000
<i>dynamika</i>	<i>34%</i>	<i>27,9%</i>	<i>21,8%</i>	<i>17,9%</i>	<i>15,2%</i>	<i>13,2%</i>
EBITDA	109	133	163	192	221	250
<i>marża EBITDA</i>	<i>8,7%</i>	<i>8,3%</i>	<i>8,3%</i>	<i>8,3%</i>	<i>8,3%</i>	<i>8,3%</i>
Amortyzacja	5	7	9	10	11	13
EBIT	103	127	153	181	210	237
Zysk netto	83	101	123	145	168	190
<b>P/E</b>	<b>9,0</b>	<b>7,3</b>	<b>6,1</b>	<b>5,1</b>	<b>4,4</b>	<b>3,9</b>
<b>EV/EBITDA</b>	<b>6,8</b>	<b>5,6</b>	<b>4,6</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>

Źródło: TIM SA

Nasze prognozy są bardziej konserwatywne. Liczymy co prawda na ponadprzeciętną dynamikę przychodów w 2022 r. wynikającą z koniunktury w branży (co najmniej 1H2022) i wysokiej inflacji (sprzyjającej spółkom handlowym) i dlatego też podnieśliśmy prognozy na lata 2022-24 w porównaniu do naszych wcześniejszych oczekiwań. Jednak spodziewane osłabienie tempa wzrostu gospodarczego, wysokie stopy procentowe wpływające negatywnie na inwestycje (tak gospodarstw domowych, jak i przemysłu) oraz odwrócenie trendu na surowcach mogą skutecznie osłabić dynamikę wzrostu rynku w kolejnych latach. W konsekwencji prognozujemy spadek dynamiki wzrostu począwszy od 2023 r.

Wygaszanie czynników inflacyjnych oraz presja na marże (przy osłabieniu popytu) może z kolei uniemożliwić utrzymanie rentowności na zakładanym poziomie. Podtrzymujemy naszą opinię, iż częściowo wzrost marży w TIM SA w 2021 r. wynikał z dynamicznie rosnących cen towarów opartych na szybko drożących surowcach (miedź, aluminium, plastik), co w przypadku odwrócenia trendu na surowcach wpłynie negatywnie na marże (w prognozach przyjęliśmy spadek marży brutto). Dostrzegamy przy tym ryzyko pojawienia się odpisów na towary zakupione po zawyżonych cenach, jednak wysokie kompetencje i wieloletnie doświadczenie managementu TIM-u w zakresie zarządzania magazynem powinny ograniczyć koszty do minimum (dlatego też nie uwzględnione w prognozach).

Zarząd w nowej strategii sporo miejsca poświęcił kwestiom pracowniczym. Traktujemy to jako bardzo ważny element rozwoju, gdyż w obecnym otoczeniu gospodarczym i wysokiej presji płacowej świadoma

polityka HR połączona ze społeczną odpowiedzialnością biznesu powinna przynieść efekty w postaci przynajmniej zachowania wskaźników efektywności (tj. wzrost płac niższy niż wzrost marży brutto).

TIM w coraz większym stopniu staje się spółą technologiczną, rozwijając własne systemy informatyczne: sprzedaży, zarządzania magazynem itp. Dlatego też konieczne jest zwiększenie nakładów na ten cel, aby utrzymać dotychczasowe przewagi konkurencyjne i zbudowaną pozycję rynkową. W konsekwencji skorygowaliśmy w górę plany CAPEX, przyjmując wydatki na poziomie ok. 25 mln zł łącznie w latach 2022-23 oraz utrzymanie poziomu >10 mln zł w kolejnych okresach.

Szeroka oferta to kolejny ważny element strategii TIM-u. Zarząd deklaruje dalsze zwiększanie ilości tzw. indeksów (SKU – jednostek magazynowych) do >100 tys. szt. (vs ok. 70-80 tys. obecnie) oraz utrzymanie tzw. „długiego ogona”, co naszym zdaniem nie pozwala prognozować zmniejszenia wartości zapasów. W naszym modelu przyjęliśmy utrzymanie wskaźnika rotacji na dotychczasowym poziomie, a przy zakładanym wzroście sprzedaży oznacza to dalsze zwiększanie wartości magazynu i wyższe nakłady na kapitał obrotowy (KO).

Zgodnie z deklaracjami Zarządu założyliśmy kontynuację polityki dywidendowej, gdyż wysoka zyskowność biznesu pozwoli na jednoczesne zwiększenia nakładów na CAPEX oraz KO i wypłatę z zysku do akcjonariuszy.

Finansowanie inwestycji w spółce logistycznej 3LP przy braku wpływów z emisji będzie w większym stopniu pochodzić ze źródeł zewnętrznych (kredyty bankowe, leasing) oraz środków własnych grupy (w tym wygenerowanych w TIM SA, w ramach cash pooling). Jeśli doszłoby do przesunięcia terminu IPO poza rok 2023 lub zaniechania oferty publicznej, mogłoby to w średnim terminie wpłynąć na ograniczenie poziomu dywidend w spółce-matce. Niemniej nie spodziewamy się, aby TIM zdecydował się zawiesić wypłaty.



## Apator – coraz bardziej wymagające otoczenie

W ostatnim raporcie trafnie przewidzieliśmy trudności, z którymi będzie musiał zmierzyć się Apator, nie doszacowaliśmy jednak skali problemu. Spółka wciąż ma problemy utrzymaniem wielkości sprzedaży, dużą konkurencją, rosnącymi kosztami komponentów i ich brakami (co wymaga wyższego zaangażowania kapitału obrotowego), przy ograniczonej możliwości przenoszenia wzrostu kosztów na odbiorców. Dodatkowo rosnące koszty obsługi coraz wyższego zadłużenia niwelują efekty prac na obronę marż. Obniżamy cenę docelową do 12,2 zł i zmieniamy rekomendację na REDUKUJ.

### Słabe wyniki 1Q2022 zapowiedzią trudnego całego roku

Kolejny kwartał wyraźnego pogorszenia marży. Rosnące zadłużenie i koszty jego obsługi dodatkowo ciężą zyskom. Apator wykazał stratę po raz drugi z rzędu. Nie udało się wyhamować przyrostu kapitału obrotowego, a CAPEX pozostaje na wysokim poziomie. Pomimo rosnących problemów spółka nie zaniechała buybacku.

### Ekspansywna polityka i rosnące zadłużenie

Apator ma świadomość, że bez inwestycji w automatyzację trudno będzie utrzymać konkurencyjność i marże na dotychczasowym poziomie. Wyrazem tego jest nowa strategia rozwoju i ambitne plany inwestycyjne. Niestety plany te przyszło realizować w gwałtownie pogarszającym się otoczeniu gospodarczym skutkującym spadkiem zysków i wpływów gotówkowych. W efekcie spółka wyraźnie zwiększyła zadłużenie. Choć pozostaje ono jeszcze na bezpiecznym poziomie, to możliwości jego dalszego zwiększania są bardzo ograniczone, a koszt obsługi coraz wyższy.

### Ryzyka dla wyceny i rekomendacji

Zwracamy uwagę na ryzyko dalszego pogorszenia wyników będącego skutkiem zmian rynkowych i rosnącej konkurencji. Aby kontynuować program rozwoju Apator będzie zapewne zmuszony ograniczyć transfer gotówki do akcjonariuszy. Należy liczyć się ze zmniejszeniem dywidendy i zaprzestaniem skupu akcji,

**Wartość akcji Apatora oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (9,1 zł) oraz porównawczą (13,3/13,5 zł). Cenę docelową w horyzoncie 9-miesięcznym ustaliliśmy na 12,2 zł. Daje to 18% dyskonta do kursu giełdowego. Obniżamy rekomendację do REDUKUJ.**

mln zł	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	878	935	940	974	1 029	1 076
EBITDA	126	131	150	101	119	129
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	53	60	61	25	36	43
zysk netto powtarzalny	53	60	34	25	36	43
EPS	1,83	2,06	1,16	0,85	1,25	1,46
DPS	1,10	1,20	0,68	0,50	0,73	0,86
P/E (x)	8,1	7,2	12,7	17,5	11,8	10,1
EV/EBITDA (x)	4,6	4,3	5,5	6,1	4,9	4,1

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

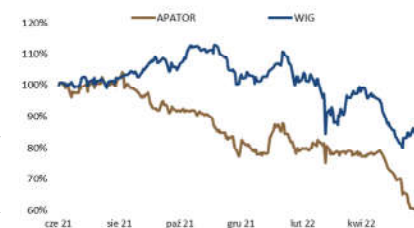
Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 6.06.2022 o godz. 12:00. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 6.06.2022 o godz. 12:10.

**NOBLE  
SECURITIES**  
DOM MAKLECKI

## REDUKUJ

(Aktualizacja)

Cena bieżąca	14,8 zł
Cena docelowa (9M)	12,2 zł
Potencjał wzrostu	-18%
Kapitalizacja	484 mln zł
Free float	64%
Śr. wolumen 6M	13 590



### PROFIL SPÓŁKI

Lider na rynku aparatury pomiarowej w Polsce.

### STRUKTURA AKCJONARIATU

Apator Mining	11,0%
Aviva OFE	10,2%
Mariusz Lewicki	7,1%
Tadeusz Sosgórnik	5,8%
Danuta Guzowska	4,6%
Zbigniew Jaworski	4,4%
Kazimierz Piotrowski	2,5%
Pozostali	53,4%

Źródło: Apator, Noble Securities

**Michał Sztabler**

**Analityk akcji**

michal.sztabler@noblesecurities.pl

+48 667 852 196

## WYCENA

Apator jest wyceniany z premią do krajowych firm z segmentu automatyka, armatura kontrolno-pomiarowa i automatyka (AKPiA), co zważywszy na słabsze naszym zdaniem perspektywy dla wyników nie powinno mieć miejsca. Nieznaczne dyskonto do polskich midcapów można uzasadnić nieco lepszą marżowością oraz wciąż bezpieczną strukturą bilansu. Z kolei dyskonto do podmiotów zagranicznych stało się już regułą. Dlatego też wycenę porównawczą oparliśmy o wskaźniki dla grupy spółek z branży AKPiA oraz osobno produkcyjne firmy z sektora MidCaps notowane na GPW. Wycena na bazie wskaźników zagranicznych podmiotów służy jedynie ukazaniu potencjału, który kurs Apatora miałby w przypadku zainteresowania ze strony inwestora branżowego. Wartość akcji Apatora oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (9,1 zł) oraz porównawczą (13,3/13,5 zł). **Cenę docelową w horyzoncie 9-miesięcznym ustaliliśmy na 12,2 zł.**

Rynek urządzeń pomiarowych – liczników (szczególnie w obszarze energii elektrycznej oraz gazu) staje się coraz bardziej rynkiem towarowym ze wszystkimi konsekwencjami, tj. niskimi cenami jednostkowymi, niskim marżami i niskimi barierami wejścia. Dostrzegając coraz wyraźniej ryzyka dla utrzymania rentowności biznesu w długim terminie, przy pogarszającym się otoczeniu (presja kosztowa i konkurencyjna) oraz kolejnych wyzwaniach, z którym spółka będzie musiała się mierzyć (wymagające kontrakty publiczne), zredukowaliśmy prognozowane zyski Apatora w kolejnych latach.

Negatywny wpływ obniżenia prognoz szacujemy na ok. 4 zł, z kolei zmiana parametrów modelu DCF (wzrost stopy wolnej od ryzyka) obniżyła wycenę o ok. 2,6 zł. Niższe wskaźniki wyceny dla spółek porównywalnych to ok. 0,3 zł niższa wycena.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga	Wycena 1 akcji (zł)	poprzednio (zł)	zmiana
Wycena DCF	50%	9,1	17,6	-48%
Wycena porównawcza - kraj (AKPiA)	30%	13,3	17,1	-21%
Wycena porównawcza - kraj (midcaps)	20%	13,5	20,8	-74%
Wycena porównawcza - zagranica	0%	31,6	54,1	-42%
Średnia ważona metod		11,3	18,1	-38%
<b>Cena docelowa (9M)</b>		<b>12,2</b>	<b>19,1</b>	<b>-36%</b>
Cena aktualna		14,8		
Potencjał		-18%		

Źródło: Noble Securities

**WYCENA METODĄ DCF**

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na początek stycznia 2022 roku,
- Dług netto na dzień 31.12.2021 r. w wysokości 203 mln zł,
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 0% (bez zmian),
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 6,7% (poprzednio 3,25%), premia za ryzyko w wysokości 5,1% (bez zmian), beta na poziomie 1,0 (bez zmian),
- Liczba akcji skorygowana o akcje własne (3,6 mln szt.).

**WYCENA DCF I ANALIZA WRAŻLIWOŚCI**

DCF	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży	974	1 029	1 076	1 089	1 103	1 117	1 131	1 145	1 159	1 174
NOPAT	33	44	50	51	52	52	53	53	54	55
Amortyzacja	60	64	67	51	37	40	43	39	34	37
Zmiany KON	-9	-5	14	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4
CAPEX	-60	-50	-54	-57	-45	-37	-40	-43	-39	-34
<b>FCFF</b>	<b>24</b>	<b>53</b>	<b>76</b>	<b>41</b>	<b>40</b>	<b>51</b>	<b>51</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>53</b>
WACC	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>
Współczynnik dyskonta	0,94	0,85	0,77	0,69	0,63	0,57	0,51	0,46	0,42	0,38
DFCF	23	45	59	28	25	29	26	21	19	20
SUMA DFCFF do 2031	295									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	0%									
Wartość rezydualna na 2031	471									
Zdyskontowana wartość rezydualna	177									
Wartość Firmy (EV)	472									
Dług netto 31.12.2021	203									
Udziałowcy mniejszościowi	4									
Wartość kapitałów własnych	266									
Liczba akcji (w tys.)	29,1									
Wartość na 1 akcję	9,1									

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-2%	-1%	0%	1%	2%
WACC - 1,0%	9,4	10,0	10,8	11,7	12,8
WACC - 0,5%	8,7	9,2	9,9	10,7	11,7
WACC	8,1	8,5	9,1	9,8	10,7
WACC + 0,5%	7,5	7,9	8,4	9,0	9,7
WACC + 1,0%	6,9	7,3	7,7	8,3	8,9

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
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>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>
Efektywna stopa podatkowa	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Koszt długu	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%
Koszt długu po tarczy	6,56%	6,56%	6,56%	6,56%	6,56%	6,56%	6,56%	6,56%	6,56%	6,56%
Dług netto/EV	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
<b>WACC</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Wycena porównawcza - kraj (AKPiA)	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Aplisens	167	10,3	9,6	9,2	5,0	4,2	3,5
Sonel	137	11,9	10,4	8,4	6,2	6,2	6,2
<b>Mediana</b>		<b>11,1</b>	<b>10,0</b>	<b>8,8</b>	<b>5,6</b>	<b>5,2</b>	<b>4,8</b>
Aparator	484	17,5	11,8	10,1	6,1	4,9	4,1
Premia/dyskonto do średniej		58%	18%	14%	9%	-5%	-14%
Implikowana wartość godziwa Aparatora		9,4	12,5	12,9	12,9	15,9	17,8
Waga		20%	15%	15%	20%	15%	15%
Implikowana wartość godziwa Aparatora		<b>13,3</b>					
Wycena porównawcza - kraj (midcaps)	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Kęty	5 944	9,6	10,1	9,2	7,6	7,2	6,6
Stalprodukt	1 772	3,5	10,9	11,1	1,7	3,3	3,9
Alumetal	1 066	6,7	8,2	8,4	4,9	6,2	6,1
Śnieżka	994	17,3	15,5	14,9	12,9	11,1	10,8
Forte	850	8,7	8,2	7,4	5,8	5,9	5,6
Newag	941	11,2	9,0	9,7	8,3	7,0	7,7
Amica	622	13,9	7,9	6,6	5,4	4,3	4,2
Ferro	601	7,5	6,7	6,3	6,1	5,5	5,3
<b>Mediana</b>		<b>8,7</b>	<b>8,2</b>	<b>8,4</b>	<b>5,8</b>	<b>5,9</b>	<b>5,6</b>
Aparator	484	17,5	11,8	10,1	6,1	4,9	4,1
Premia/dyskonto do średniej		100%	44%	20%	6%	-16%	-26%
Implikowana wartość godziwa Aparatora		7,4	10,3	12,3	13,5	18,6	21,3
Waga		20%	15%	15%	20%	15%	15%
Implikowana wartość godziwa Aparatora		<b>13,5</b>					
Wycena porównawcza - zagranica	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Honeywell	568 239	22,3	19,9	18,1	15,9	14,6	13,7
Schneider Electric	344 250	19,1	17,2	15,6	13,4	12,2	11,3
Emerson	229 773	17,9	16,8	15,3	11,9	11,4	10,6
Fortive	96 113	20,3	18,3	16,6	17,0	15,6	14,5
Yokogawa	20 960	35,6	24,4	20,9	12,2	10,1	9,0
Badger Meter	10 171	37,1	33,4	30,7	20,5	19,2	18,1
Itron	9 949	40,2	18,5	13,6	21,0	11,8	9,1
ESCO	7 478	21,8	18,3	bd	12,1	11,0	bd
Vaisala Oyj	7 102	27,4	24,8	23,5	17,1	15,7	14,9
NEDAP	1 831	17,7	15,8	14,2	10,4	9,4	9,2
Phoenix Mecano	1 587	10,4	9,3	8,8	6,2	5,9	5,8
Schaffner Holding	872	14,5	13,1	13,1	bd	bd	bd
<b>Mediana</b>		<b>21,0</b>	<b>18,3</b>	<b>15,6</b>	<b>13,4</b>	<b>11,8</b>	<b>11,0</b>
Aparator	484	17,5	11,8	10,1	6,1	4,9	4,1
Premia/dyskonto do średniej		-17%	-35%	-35%	-54%	-58%	-62%
Implikowana wartość godziwa Aparatora		17,8	22,8	22,8	40,1	42,7	45,0
Waga		20%	15%	15%	20%	15%	15%
Implikowana wartość godziwa Aparatora		<b>31,6</b>					

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 6.06.2022 r. godz. 9:39

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

Spółki produkcyjne Grupy Apator dążą do efektywnego gospodarowania zasobami, surowcami i mediami użytkowymi oraz do minimalizowania negatywnego wpływu swojej działalności na środowisko. Apator stosuje i wdraża nowe technologie oraz procesy zoptymalizowane pod względem zużycia surowców i mediów, a także ilości zanieczyszczeń i odpadów. Z drugiej strony Apator jest dostawcą nowoczesnych rozwiązań w zakresie pomiaru mediów (energii elektrycznej, gazu, wody i ciepła), co docelowo ma pomagać w optymalnym nimi gospodarowaniu.

CSR w Grupie Apator traktowany jest jako element wspierający strategię biznesową, obejmuje działania i programy długofalowe, a jego celem jest tworzenie nowych możliwości biznesowych, nowych rynków i wzmocnienie pozycji konkurencyjnej. Apator organizuje szkolenia dla pracowników (w 2020 r. programy szkoleniowe były częściowo wstrzymane ze względu na pandemię), angażuje się w promocję zdrowia i aktywności fizycznej, aktywnie współpracuje ze szkołami ponadpodstawowymi (HR) oraz uczelniami wyższymi (HR, R&D).

Apator SA, jako spółka koordynująca działalność grupy kapitałowej i notowana na GPW, zobowiązała się do przestrzegania zasad ładu korporacyjnego, które ujęte zostały w zbiorze „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016”. Apator stosuje wszystkie zasady szczegółowe w/w Dobrych Praktyk.

**ZMIANA PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH**

mln zł	2019	2020	2021	2022P nowa	2022P stara	zmiana	2023P nowa	2023P stara	zmiana	2024P nowa	2024P stara	zmiana
<b>Przychody</b>	<b>877,6</b>	<b>934,9</b>	<b>940,3</b>	<b>974,0</b>	<b>992,5</b>	<b>-2%</b>	<b>1 028,7</b>	<b>1 047,9</b>	<b>-2%</b>	<b>1 075,8</b>	<b>1 061,0</b>	<b>1%</b>
energia elektryczna	378,1	444,3	375,2	375,0	396,5	-5%	393,6	416,2	-5%	401,5		
gaz	243,5	251,0	269,7	285,5	285,9		302,3	302,7		308,4		
woda i ciepło	256,8	239,6	295,4	313,5	310,1	1%	332,7	329,1	1%	365,9		
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>237,8</b>	<b>238,9</b>	<b>214,3</b>	<b>209,2</b>	<b>229,2</b>	<b>-9%</b>	<b>229,2</b>	<b>238,1</b>	<b>-4%</b>	<b>242,6</b>	<b>241,1</b>	<b>1%</b>
EBITDA	126,0	131,1	150,2	101,1	133,6	-24%	119,1	144,1	-17%	129,4	141,7	-9%
energia elektryczna	48,3	60,8	28,7	14,5	36,1	-60%	26,1	37,8	-31%	28,5		
gaz	43,7	38,0	38,2	37,6	40,3	-7%	40,2	43,7	-8%	40,6		
woda i ciepło	38,3	36,5	87,4	52,9	60,8	-13%	56,8	66,2	-14%	64,3		
<b>EBITDA skor.</b>	<b>126,0</b>	<b>131,1</b>	<b>116,1</b>	<b>101,1</b>	<b>133,6</b>	<b>-24%</b>	<b>119,1</b>	<b>144,1</b>	<b>-17%</b>	<b>129,4</b>	<b>141,7</b>	<b>-9%</b>
Amortyzacja	49,6	52,5	55,8	59,7	64,6	-8%	63,6	69,3	-8%	66,6	66,0	1%
EBIT	76,4	78,6	94,5	41,4	69,0	-40%	55,5	74,8	-26%	62,8	75,7	-17%
Działalność finansowa	-2,5	3,3	-9,6	-4,1	-2,8	43%	-3,7	-2,4	54%	-3,1	-2,4	34%
Zysk netto	53,4	60,2	61,5	24,6	48,1	-49%	36,3	53,2	-32%	42,7	53,9	-21%
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>53,4</b>	<b>60,2</b>	<b>33,9</b>	<b>24,6</b>	<b>48,1</b>	<b>-49%</b>	<b>36,3</b>	<b>53,2</b>	<b>-32%</b>	<b>42,7</b>	<b>53,9</b>	<b>-21%</b>
Inwestycje i akwizycje	59,4	75,9	66,4	60,0	75,8	-21%	50,4	72,6	-30%	54,4	103,4	-47%
<b>Dług netto</b>	<b>150,4</b>	<b>132,2</b>	<b>202,7</b>	<b>188,6</b>	<b>137,6</b>	<b>37%</b>	<b>156,2</b>	<b>133,2</b>	<b>17%</b>	<b>105,0</b>	<b>149,6</b>	<b>-30%</b>
P/E	8,1	7,2	12,7	17,5	9,0		11,8	8,1		10,1	8,0	
EV/EBITDA	4,6	4,3	5,5	6,1	4,3		4,9	3,9		4,1	4,1	

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

Rachunek zysków i strat	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>878</b>	<b>935</b>	<b>940</b>	<b>974</b>	<b>1 029</b>	<b>1 076</b>
Zysk brutto na sprzedaży	238	239	214	209	229	243
Koszty sprzedaży	40	32	37	38	40	42
Koszty ogólnego zarządu	123	126	129	130	134	138
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	2	-2	45	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>76</b>	<b>79</b>	<b>94</b>	<b>41</b>	<b>55</b>	<b>63</b>
Koszty i przychody finansowe netto	-3	3	-10	-4	-4	-3
Zysk przed opodatkowaniem	74	82	85	37	52	60
Podatek dochodowy	19	20	22	12	14	16
<b>Zysk netto przyp. akc. jedn. dominującej</b>	<b>53</b>	<b>60</b>	<b>61</b>	<b>25</b>	<b>36</b>	<b>43</b>
<b>Zysk netto powtarzalny</b>	<b>53</b>	<b>60</b>	<b>34</b>	<b>25</b>	<b>36</b>	<b>43</b>
Amortyzacja	50	53	56	60	64	67
<b>EBITDA skor.</b>	<b>126</b>	<b>131</b>	<b>116</b>	<b>101</b>	<b>119</b>	<b>129</b>

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

Bilans	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Aktywa</b>	<b>888</b>	<b>875</b>	<b>997</b>	<b>973</b>	<b>968</b>	<b>941</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>435</b>	<b>456</b>	<b>498</b>	<b>487</b>	<b>480</b>	<b>470</b>
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	266	291	333	343	339	336
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	124	126	126	126	126	126
Inne aktywa trwałe	45	40	39	19	15	9
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>404</b>	<b>377</b>	<b>463</b>	<b>460</b>	<b>471</b>	<b>463</b>
Zapasy	152	155	238	240	240	221
Należności	182	164	181	187	197	206
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	65	53	38	27	28	29
Inne aktywa obrotowe (np. instr. pochodne)	5	4	6	6	6	6
<b>Pasywa</b>	<b>888</b>	<b>875</b>	<b>997</b>	<b>973</b>	<b>968</b>	<b>941</b>
<b>Kapitał własny razem</b>	<b>493</b>	<b>517</b>	<b>550</b>	<b>553</b>	<b>573</b>	<b>591</b>
<b>Zobowiązania długookresowe</b>	<b>58</b>	<b>47</b>	<b>72</b>	<b>63</b>	<b>55</b>	<b>52</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	16	4	38	38	38	38
Inne	42	42	34	25	16	14
<b>Zobowiązania krótkookresowe</b>	<b>337</b>	<b>311</b>	<b>374</b>	<b>357</b>	<b>340</b>	<b>297</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	139	125	173	157	135	94
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	87	74	94	93	99	103
Inne	111	112	107	107	107	101

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities



Rachunek przepływów pieniężnych	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Zysk netto przed opodatkowaniem	74	82	85	37	52	60
Amortyzacja	50	53	56	60	64	67
Zmiana kapitału obrotowego	-17	1	83	9	5	-14
Zapłacony podatek dochodowy	-17	-16	-19	-3	-6	-8
<b>CF operacyjny</b>	<b>121</b>	<b>125</b>	<b>30</b>	<b>85</b>	<b>105</b>	<b>132</b>
CAPEX	-59	-73	-59	-60	-50	-54
Inwestycje kapitałowe	0	-3	-7	0	0	0
Dezynwestycje i inne	1	2	3	4	5	6
<b>CF inwestycyjny</b>	<b>-52</b>	<b>-60</b>	<b>-66</b>	<b>-60</b>	<b>-50</b>	<b>-54</b>
Ruchy na kapitale akcyjnym	-3	0	-1	0	0	0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	-8	-23	78	-25	-31	-50
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-40	-33	-22	-22	-16	-24
<b>CF finansowy</b>	<b>-64</b>	<b>-70</b>	<b>44</b>	<b>-47</b>	<b>-47</b>	<b>-74</b>
<b>CF</b>	<b>5</b>	<b>-5</b>	<b>8</b>	<b>-22</b>	<b>7</b>	<b>4</b>
Stan środków pieniężnych na początek okresu	29	34	29	37	15	22
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	34	29	37	15	22	26

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

Wybrane wskaźniki	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
marża EBITDA skor.	14,4%	14,0%	12,4%	10,4%	11,6%	12,0%
marża EBIT skor.	8,7%	8,4%	6,4%	4,3%	5,4%	5,8%
marża netto skor.	6,1%	6,4%	3,6%	2,5%	3,5%	4,0%
Dług netto	150	132	203	189	156	105
Dług netto/EBITDA	1,2	1,0	1,7	1,9	1,3	0,8
Liczba akcji	32,9	32,8	32,8	32,7	32,7	32,7
Dywidenda na akcję	1,10	1,20	0,68	0,50	0,73	0,86
P/BV	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

Roczne stopy wzrostu	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody	6%	7%	1%	4%	6%	5%
EBITDA skor.	-5%	4%	-11%	-13%	18%	9%
EBIT skor.	-16%	3%	-23%	-31%	34%	13%
Zysk netto skor.	-21%	13%	-44%	-27%	47%	17%

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

## Aplisens – silny bilans i dywidenda

Aplisens z uwagi na wysokie zaangażowanie na rynkach wschodnich najbardziej

**NOBLE  
SECURITIES**  
DOM MAKLECKI

odczuje utratę przychodów z eksportu w tamtym kierunku. Jest też duże ryzyko odpisów na aktywa trwałe. Szanse widzimy we wzroście inwestycji w segmencie gazowym (rozbudowa infrastruktury gazowej w Europie). Ultra konserwatywna polityka finansowa i bardzo silny bilans (wysoki cash netto) dają nadzieję na przejście „suchą stopą” przez zawirowania gospodarcze, kontynuowanie stabilnego rozwoju firmy i utrzymanie transferów do akcjonariuszy. Wartość akcji obniżaliśmy do 16 zł, co wciąż daje 14-proc potencjał wzrostu.

### Ryzyko na Wschodzie

Aplisens osiąga ok. 15% jednostkowych (30% skonsolidowanych) przychodów z rynków Wschodnich. Liczymy się z utratą większości sprzedaży realizowanej w tamtym kierunku (ok. 20 mln zł), która w części powinna zostać zastąpiona przychodami z innych kierunków. Dobrze rokuje rynek krajowy (odbicie inwestycji w górnictwie i „czarnej” energetyce), w dłuższym horyzoncie szansą są rynki europejskie (zapowiadane inwestycje w infrastrukturę gazową) oraz wejście do USA. Ryzykiem są odpisy na aktywa w Rosji (6,5 mln zł).

### Silny bilans to bezpieczeństwo biznesu w trudnych czasach

Brak zadłużenia i finansowanie rozwoju tylko przy pomocy środków własnych jest wizytówką Aplisensa. Uważamy, że posiadane nadwyżki gotówkowe gwarantują bezpieczeństwo płynności nawet przy pogorszeniu koniunktury i spadku przychodów.

### Utrzymanie polityki transferu zysków do akcjonariuszy

Zakładamy utrzymanie transferów do akcjonariuszy pomimo prognozowanego spadku zysków. Spółka zadeklarowała wzrost dywidendy oraz skup akcji w 2022 r.

### Ryzyka dla naszej wyceny i rekomendacji

Wśród głównych ryzyk, jakie widzimy dla naszych prognoz jest niższe tempo wzrostu przychodów z eksportu poza rynki WNP, które pozwoliłoby skompensować utratę przychodów z kierunku wschodniego oraz konieczność utworzenia odpisów na aktywa wschodnie. Ryzykiem jest także wzrost kosztów wytworzenia trwale obniżający uzyskiwane marże. Dużym wyzwaniem jest ekspansja na trudny rynek USA, gdzie koszty wejścia są wysokie, a konkurencja bardzo duża.

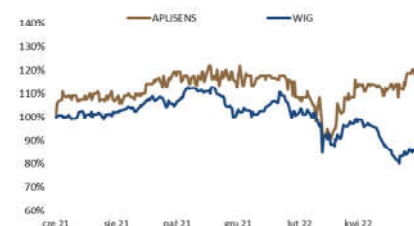
**Wartość akcji Aplisensa oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (15,3 zł) oraz porównawczą (16,7 zł), co po zważeniu powyższych wycen pozwoliło nam wyznaczyć wartość bieżącą na 16,0 zł.**

mln zł	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	118,5	108,0	121,4	114,0	114,7	129,0
EBITDA	25,1	25,0	28,9	26,1	27,3	30,4
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	14,1	12,6	17,2	15,9	16,0	16,7
EPS (zł)	1,12	1,06	1,45	1,37	1,46	1,53
DPS (zł)	0,25	0,45	0,60	0,40	0,47	0,57
P/E (x)	12,6	13,3	9,8	10,3	9,6	9,2
EV/EBITDA (x)	6,6	5,6	4,8	5,0	4,2	3,5

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

Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 6.06.2022 o godz. 12:00. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 6.06.2022 o godz. 12:10.

Kurs akcji	14,1 zł
Wycena	16,0 zł
Potencjał wzrostu	14%
Kapitalizacja	167 mln zł
Free float	31%
Śr. wolumen 6M	817



### PROFIL SPÓŁKI

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

### STRUKTURA AKCJONARIATU

Adam Żurawski	21,5%
Mirosław Dawidonis	12,5%
Janusz Szewczyk	10,1%
Mirosław Karczmarczyk	9,6%
Dorota Zubkow	7,0%
Andrzej Kobiałka	5,3%
Akcje własne (do umorzenia)	3,1%
Pozostali	31,0%

Źródło: Aplisens, Noble Securities

### Michał Sztabler

#### Analitik akcji

michal.sztabler@noblesecurities.pl

+48 667 852 196

## WYCENA

Wartość jednej akcji Aplisens SA wyliczyliśmy jako średnią z wyceny porównawczej (uwzględniliśmy wskaźniki dla okresu prognozy 2022-24) oraz DCF. **Na tej podstawie wyznaczaliśmy bieżącą wartość akcji na 16,0 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. Obniżenie wyceny względem naszego poprzedniego raportu z sierpnia 2021 r. wynika zarówno z aktualizacji prognoz jak i zmiany parametrów modelu DCF i wskaźników dla grupy porównawczej. Choć Aplisens może doświadczyć skutków konfliktu w Ukrainie (spadek przychodów z rynków WNP, możliwe odpisy na aktywa wschodnie), to jednak liczymy, że w 2022 r. inwestorzy z większym zainteresowaniem będą podchodzili do spółek o wysokiej wartości wewnętrznej, bezpiecznej sytuacji finansowej i stabilnej polityce dywidendowej.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	poprzednio (zł)	zmiana
Wycena DCF	50%	15,3	22,0	-30%
Wycena porównawcza - kraj	50%	16,7	13,5	24%
Wycena porównawcza - zagranica	0%	32,1	39,6	-19%
<b>Wycena bieżąca</b>		<b>16,0</b>	<b>17,8</b>	<b>-10%</b>
Kurs giełdowy aktualny		14,1		
Potencjał		14%		

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 31.12.2021 w wysokości 29 mln zł.
- Efektywna stopa podatkowa 8-9% w latach 2022-2023 (ulga podatkowa), potem 19%.
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 0% (bez zmian).
- Udział kapitału własnego w finansowaniu aktywów 100% (konserwatywna polityka finansowa zarządu).
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 6,7% (poprzednio 1,81%), premia za ryzyko w wysokości 5,1% (bez zmian), beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

**WYCENA DCF I ANALIZA WRAŻLIWOŚCI**

DCF	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży	114	115	129	132	136	139	142	146	150	153
NOPAT	17	17	17	18	18	19	19	20	20	21
Amortyzacja	8	9	9	9	9	7	7	7	6	7
Zmiany KON	4	0	-6	-1	-1	-2	-2	-2	-2	-2
CAPEX	-8	-14	-8	-8	-9	-9	-7	-7	-7	-6
<b>FCFF</b>	<b>20</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>18</b>	<b>17</b>	<b>15</b>	<b>18</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>19</b>
WACC	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>
Współczynnik dyskonta	0,94	0,84	0,75	0,67	0,60	0,54	0,48	0,43	0,38	0,34
DFCF	19	9	9	12	10	8	8	7	7	7
SUMA DFCF do 2031	97									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	0%									
Wartość rezydualna na 2031	157									
Zdyskontowana wartość rezydualna	54									
Wartość Firmy (EV)	151									
Dług netto 31.12.2021	-29									
Udziałowcy mniejszościowi	3									
Wartość kapitałów własnych	177									
Liczba akcji (w tys.)	11,5									
Wartość na 1 akcję	15,3									

	Analiza wrażliwości				
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-2%	-1%	0%	1%	2%
WACC - 1,0%	15,6	16,0	16,5	17,2	18,0
WACC - 0,5%	15,1	15,4	15,9	16,5	17,1
WACC	14,6	14,9	15,3	15,8	16,4
WACC + 0,5%	14,1	14,4	14,8	15,2	15,7
WACC + 1,0%	13,7	14,0	14,3	14,7	15,1

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
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>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>
Efektywna stopa podatkowa	11,5%	8,9%	8,1%	9,2%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Koszt długu po tarczy	6,7%	6,91%	6,97%	6,88%	6,14%	6,14%	6,14%	6,14%	6,14%	6,14%
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>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Spółki krajowe	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Aparator	484	17,5	11,8	10,1	6,1	4,9	4,1
Sonel	137	11,9	10,4	8,4	6,2	5,0	4,2
<b>Mediana</b>		<b>14,7</b>	<b>11,1</b>	<b>9,3</b>	<b>6,1</b>	<b>5,0</b>	<b>4,1</b>
Aplisens	167	11,6	9,8	10,3	5,6	4,8	5,0
Premia/dyskonto do średniej (%)		-21%	-12%	11%	-9%	-3%	21%
Implikowana wartość godziwa Aplisens		20,2	16,3	14,1	16,6	15,9	15,9
Implikowana wartość godziwa Aplisens					<b>16,7</b>		
Spółki zagraniczne	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Honeywell	568 239	22,3	19,9	18,1	15,9	14,6	13,7
Emerson	229 773	17,9	16,8	15,3	11,9	11,4	10,6
Yokogawa	20 960	35,6	24,4	20,9	12,2	10,1	9,0
Itron	9 949	40,2	18,5	13,6	21,0	11,8	9,1
ESCO	7 478	21,8	18,3	bd	12,1	11,0	bd
Badger Meter	10 171	37,1	33,4	30,7	20,5	19,2	18,1
Vaisala Oyj	7 102	27,4	24,8	23,5	17,1	15,7	14,9
Phoenix Mecano	1 587	10,4	9,3	8,8	6,2	5,9	5,8
<b>Mediana</b>		<b>24,9</b>	<b>19,2</b>	<b>18,1</b>	<b>14,1</b>	<b>11,6</b>	<b>10,6</b>
Aplisens	167	11,6	9,8	10,3	5,6	4,8	5,0
Premia/dyskonto do średniej (%)		-53%	-49%	-43%	-60%	-58%	-53%
Implikowana wartość godziwa Aplisens		34,2	28,2	27,6	34,6	32,4	33,8
Implikowana wartość godziwa Aplisens					<b>32,1</b>		

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 6.06.2022 r. godz. 9:39

**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” spółka korzysta z paneli fotowoltaicznych zainstalowanych w zakładzie w Warszawie i Radomiu i planuje kolejne inwestycje.

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

**ZMIANA PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH**

mln zł	2019	2020	2021	2022P	2022P	zmiana	2023P	2023P	zmiana	2024P	2024P	zmiana
				nowa	stara		nowa	stara		nowa	stara	
<b>Przychody</b>	<b>118,5</b>	<b>108,0</b>	<b>121,4</b>	<b>114,0</b>	<b>129,6</b>	<b>-12%</b>	<b>114,7</b>	<b>132,8</b>	<b>-14%</b>	<b>129,0</b>	<b>136,1</b>	<b>-5%</b>
rynek krajowy	41,0	39,2	43,0	46,1	39,2	18%	50,2			52,5		
rynek WNP	44,4	38,5	37,6	19,4	42,4	-54%	10,6			13,4		
rynek UE	26,4	23,9	31,5	37,6	37,3	1%	40,8			47,5		
pozostały eksport	6,7	6,4	9,4	10,9	10,8	1%	13,0			15,6		
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>38,5</b>	<b>35,4</b>	<b>43,8</b>	<b>39,3</b>	<b>41,7</b>	<b>-6%</b>	<b>39,5</b>	<b>42,7</b>	<b>-8%</b>	<b>44,4</b>	<b>43,8</b>	<b>1%</b>
<i>rentowność</i>	<i>32%</i>	<i>33%</i>	<i>36%</i>	<i>34%</i>	<i>32%</i>		<i>34%</i>	<i>32%</i>		<i>34%</i>	<i>32%</i>	
EBITDA	25,1	25,0	28,9	26,1	27,4	-5%	27,3	28,3	-3%	30,4	29,1	5%
<b>EBITDA skor.</b>	<b>25,1</b>	<b>25,0</b>	<b>28,9</b>	<b>26,1</b>	<b>27,4</b>	<b>-5%</b>	<b>27,3</b>	<b>28,3</b>	<b>-3%</b>	<b>30,4</b>	<b>29,1</b>	<b>5%</b>
<i>rentowność</i>	<i>21%</i>	<i>23%</i>	<i>24%</i>	<i>23%</i>	<i>21%</i>		<i>24%</i>	<i>21%</i>		<i>24%</i>	<i>21%</i>	
Amortyzacja	7,7	7,7	7,3	7,8	9,0	-13%	8,7	9,3	-7%	9,1	9,6	-4%
EBIT	17,4	17,4	21,6	18,4	18,4	0%	18,6	18,9	-2%	21,3	19,5	9%
Działalność finansowa	0,1	0,1	-0,3	0,3	0,2	20%	0,3	0,3	4%	0,4	0,4	-9%
Zysk netto	14,1	14,5	17,2	15,9	15,7	1%	16,0	15,9	1%	16,7	15,0	11%
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>14,1</b>	<b>12,6</b>	<b>17,2</b>	<b>15,9</b>	<b>15,7</b>	<b>1%</b>	<b>16,0</b>	<b>15,9</b>	<b>1%</b>	<b>16,7</b>	<b>15,0</b>	<b>11%</b>
<i>rentowność</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>	<i>14%</i>	<i>14%</i>	<i>12%</i>		<i>14%</i>	<i>12%</i>		<i>13%</i>	<i>11%</i>	
Inwestycje i akwizycje	9,8	6,6	6,2	8,2	10,7	-23%	14,5	8,0	82%	7,5	7,5	0%
Dywidenda i buyback	14,3	5,0	11,9	15,1	4,4	242%	4,6	4,4	4%	5,2	4,4	17%
<b>Dług netto</b>	<b>-11,5</b>	<b>-27,6</b>	<b>-28,7</b>	<b>-31,3</b>	<b>-30,0</b>	<b>4%</b>	<b>-38,3</b>	<b>-42,0</b>	<b>-9%</b>	<b>-48,1</b>	<b>-55,5</b>	<b>-13%</b>
P/E	12,6	13,3	9,8	10,3	10,7		9,6	10,6		9,2	11,1	
EV/EBITDA	6,6	5,6	4,8	5,0	5,0		4,2	4,4		3,5	3,8	

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities



Rachunek zysków i strat	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>118,5</b>	<b>108,0</b>	<b>121,4</b>	<b>114,0</b>	<b>114,7</b>	<b>129,0</b>
Zysk brutto na sprzedaży	38,5	35,4	43,8	39,3	39,5	44,4
Koszty sprzedaży	3,2	2,8	3,5	3,0	3,0	3,4
Koszty ogólnego zarządu	17,3	17,5	18,7	17,9	17,8	19,8
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-0,6	2,3	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>17,4</b>	<b>17,4</b>	<b>21,6</b>	<b>18,4</b>	<b>18,6</b>	<b>21,3</b>
Koszty i przychody finansowe netto	0,1	0,1	-0,3	0,3	0,3	0,4
Zysk przed opodatkowaniem	17,5	17,5	21,3	18,7	19,0	21,6
Podatek dochodowy	2,7	2,6	3,3	2,7	2,8	4,8
Zysk netto przyp. akc. jedn. dominującej	14,1	14,5	17,2	15,9	16,0	16,7
<b>Zysk netto powtarzalny</b>	<b>14,1</b>	<b>12,6</b>	<b>17,2</b>	<b>15,9</b>	<b>16,0</b>	<b>16,7</b>
Amortyzacja	7,7	7,7	7,3	7,8	8,7	9,1
<b>EBITDA</b>	<b>25,1</b>	<b>25,0</b>	<b>28,9</b>	<b>26,1</b>	<b>27,3</b>	<b>30,4</b>

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

Bilans	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Aktywa</b>	<b>175,4</b>	<b>182,7</b>	<b>192,6</b>	<b>189,2</b>	<b>201,0</b>	<b>216,6</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>106,2</b>	<b>102,3</b>	<b>100,3</b>	<b>98,6</b>	<b>102,9</b>	<b>101,3</b>
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	96,2	93,1	92,0	92,5	98,3	96,6
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Inne aktywa trwałe	7,1	6,3	5,4	3,3	1,8	1,8
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>69,3</b>	<b>80,4</b>	<b>92,3</b>	<b>90,6</b>	<b>98,0</b>	<b>115,3</b>
Zapasy	36,9	38,8	43,2	40,6	40,9	45,9
Należności handlowe	20,6	13,9	20,4	18,7	18,9	21,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	11,5	27,6	28,8	31,3	38,3	48,2
Inne aktywa obrotowe	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pasywa</b>	<b>175,4</b>	<b>182,7</b>	<b>189,0</b>	<b>189,2</b>	<b>201,0</b>	<b>216,6</b>
<b>Kapitał własny razem</b>	<b>160,8</b>	<b>170,4</b>	<b>175,7</b>	<b>176,4</b>	<b>188,1</b>	<b>202,8</b>
<b>Zobowiązania długookresowe</b>	<b>0,0</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	0,0	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>9,7</b>	<b>7,3</b>	<b>8,3</b>	<b>7,8</b>	<b>7,9</b>	<b>8,8</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	7,7	5,6	6,3	5,9	6,0	6,7
Inne	2,0	1,6	2,0	1,9	1,9	2,1

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

Rachunek przepływów pieniężnych	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Zysk netto przed opodatkowaniem	17,5	17,5	21,3	18,7	19,0	21,6
Amortyzacja	7,7	7,7	7,3	7,8	8,7	9,1
Zmiana kapitału obrotowego	0,4	2,3	-9,7	3,7	-0,3	-6,5
Zapłacony podatek dochodowy	-2,2	-1,6	-1,5	-1,1	-1,4	-4,8
<b>CF operacyjny</b>	<b>26,3</b>	<b>25,3</b>	<b>20,9</b>	<b>28,9</b>	<b>25,8</b>	<b>19,4</b>
CAPEX	-8,8	-6,6	-6,2	-8,2	-14,5	-7,5
Inwestycje kapitałowe	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dezynwestycje i inne	0,0	0,0	-3,6	-6,3	-6,9	-9,1
<b>CF inwestycyjny</b>	<b>-12,2</b>	<b>-19,1</b>	<b>-9,8</b>	<b>-14,5</b>	<b>-21,4</b>	<b>-16,6</b>
Zmiana kapitału	-9,9	-2,0	-6,6	-8,2	0,3	3,2
Zmiana zadłużenia odsetkowego	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-15,4	-5,9	-14,5	-18,9	-7,8	-5,2
<b>CF finansowy</b>	<b>-14,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>-12,0</b>	<b>-15,1</b>	<b>-4,3</b>	<b>-2,0</b>
<b>CF</b>	<b>-0,4</b>	<b>3,5</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,8</b>
Stan środków pieniężnych na początek okresu	9,4	9,0	12,4	11,5	10,8	10,9
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	9,0	12,4	11,5	10,8	10,9	11,6

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

Wybrane wskaźniki	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
marża EBITDA	21,2%	23,2%	23,8%	22,9%	23,8%	23,6%
marża EBIT	14,7%	16,1%	17,8%	16,1%	16,3%	16,5%
marża netto	12,4%	13,8%	14,8%	14,0%	14,1%	13,0%
Dług netto	-11	-28	-29	-31	-38	-48
Dług netto/EBITDA	-0,5	-1,1	-1,0	-1,2	-1,4	-1,6
Liczba akcji	12,6	11,9	11,9	11,5	10,9	10,9
Dywidenda na akcję	0,25	0,45	0,60	0,40	0,47	0,57
P/BV	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8

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

Roczne stopy wzrostu	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody	12%	-9%	12%	-6%	1%	12%
EBITDA	2%	0%	15%	-10%	4%	11%
EBIT	0%	0%	24%	-15%	2%	14%
Zysk netto	-2%	-11%	37%	-8%	1%	4%

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

## Sonel – presja na marże

Sonel podobnie jak inni producenci AKPiA odczuł wzrost kosztów produkcji oraz kłopoty z dostępnością komponentów. W 2022 r. spółka zmierzy się też z wyzwaniami związanymi z realizacją kontraktów długoterminowych w energetyce (dostawy liczników). Mocno stroną Sonela pozostaje bezpieczny bilans (gotówka netto), wysoka marżowość core businessu oraz stabilne przepływy operacyjne. Spółka jest naszym zdaniem dobrze przygotowana na trudniejsze czasy. Wycenę akcji obniżyliśmy do 10,2 zł, wielkość zbliżoną do obecnego kursu.

### Sprzedż liczników napędza wzrost przychodów, spadek marży

Wejście na rynek dostaw liczników energii elektrycznej spowodowało skokowy wzrost przychodów Sonela. Zakładamy utrzymanie wysokiej sprzedaży w tym segmencie, choć w 2022 r. spółką będzie musiała zmierzyć się z wyzwaniami, jakie wiążą się z realizacją długoterminowych kontraktów z wymagającym klientem (ograniczone możliwości przełożenia wzrostu kosztów na odbiorcę) i w konsekwencji odczują spadek marży.

### Wzrost kosztów i presja na marże

Prognozujemy spadek marży na produktach (miernikach) wynikający ze wzrostu kosztów produkcji (komponenty, energia, wynagrodzenia), których nie uda się w szybkim tempie przełożyć na podwyżki cen.

### Wyższy CAPEX, niższa dywidenda

Zarząd zapowiedział znaczący wzrost wydatków inwestycyjnych w latach 2022-23 (15-16 mln zł rocznie vs zakładane 10 mln zł) wynikające z realizacji strategii rozwoju (B+R, program eSonel) i rozbudowy zakładu. Przy konserwatywnym podejściu do finansowania aktywów (przede wszystkim środki własne) odbije się to negatywnie na poziomie wypłacanej dywidendy w tych dwóch latach.

### Ryzyka dla naszej wyceny i rekomendacji

Wśród głównych czynników ryzyka, jakie widzimy dla naszych prognoz jest zahamowanie trendu wzrostowego sprzedaży przy utrzymaniu wysokich nakładów na B+R, co wpłynie negatywnie na zdolność do generowania wolnych przepływów i wypłatę dywidendy. Na poziomie operacyjnym zagrożeniem jest przerwanie ciągłości produkcji z uwagi na brak komponentów, szczególnie w obszarze dostaw liczników, gdzie występują wysokie kary finansowe.

**Wartość akcji Sonela oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (10,3 zł) oraz porównawczą (10,0 zł), co po zważeniu powyższych wycen pozwoliło nam wyznaczyć wartość bieżącą na 10,2 zł.**

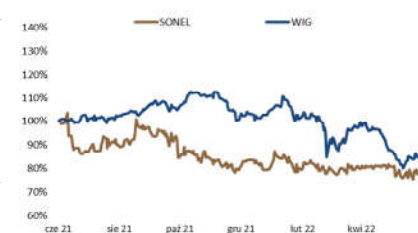
mln zł	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	109,0	116,1	158,1	153,3	150,7	150,7
EBITDA	17,4	21,6	23,2	21,0	25,4	29,8
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	9,5	13,4	14,7	11,5	13,2	16,3
EPS	0,68	0,96	1,05	0,82	0,94	1,16
DPS	0,40	1,00	0,50	0,30	0,84	1,05
P/E (x)	14,5	10,3	9,4	11,9	10,4	8,4
EV/EBITDA (x)	7,5	5,3	5,4	6,2	5,0	4,2

Źródło: Sonel, Noble Securities, zyski skorygowane o zdarzenia jednorazowe

Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 6.06.2022 o godz. 12:00. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 6.06.2022 o godz. 12:10.

**NOBLE  
SECURITIES**  
DOM MAKLERSKI

Kurs akcji	9,8 zł
Wycena	10,2 zł
Potencjał wzrostu	4%
Kapitalizacja	137 mln zł
Free float	34%
Śr. wolumen 6M	1 509



### PROFIL SPÓŁKI

Producent przyrządów pomiarowych dla elektroenergetyki i telekomunikacji.

### STRUKTURA AKCJONARIATU

Krzysztof Wieczorkowski	22,5%
Krzysztof Folta	21,1%
AVIVA OFE	10,0%
Mirosław Nowakowski	8,3%
Jan Walulik	6,9%
Tadeusz Sołkiewicz	7,1%
Pozostali	24,1%

Źródło: Sonel, Noble Securities

**Michał Sztabler**  
Analityk akcji  
michal.sztabler@noblescurities.pl  
**+48 667 852 196**

## WYCENA

Wartość jednej akcji Sonel SA wyliczyliśmy jako średnią z wyceny porównawczej (uwzględniliśmy wskaźniki dla okresu prognozy 2022-24) oraz DCF. **Na tej podstawie wyznaczaliśmy bieżącą wartość akcji na 10,2 zł.**

Spółki zagraniczne wyceniane są z dużą premią do Sonela, 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. Z kolei spółki krajowe dają niższe wskazania.

Obniżenie wyceny wynika przede wszystkim ze zmiany parametrów modelu DCF, ale też z niższych prognoz (szczególnie w latach 2022-23, które naszym zdaniem będą bardziej wymagające dla spółki – duży wpływ na wycenę porównawczą).

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	poprzednio (zł)	zmiana
Wycena DCF	50%	10,3	14,0	-26%
Wycena porównawcza - kraj	50%	10,0	9,7	3%
Wycena porównawcza - zagranica	0%	19,5	25,3	-23%
<b>Wycena</b>		<b>10,2</b>	<b>11,8</b>	<b>-14%</b>
Kurs akcji		9,8		
Potencjał wzrostu		4%		

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Bazujemy na własnych prognozach wyników skonsolidowanych zaprezentowanych w niniejszym raporcie,
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na dzień publikacji raportu,
- Gotówka netto na dzień 31.12.2021 w wysokości 8 mln zł (prognozy NS),
- Niższa efektywna stopa podatkowa w 2022 r. (ulga podatkowa), potem 19%,
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 1%,
- Udział kapitału własnego w finansowaniu aktywów 100% (konserwatywna polityka finansowa),
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 6,7% (poprzednio 3,47%), premia za ryzyko w wysokości 5,1% (bez zmian), beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

## WYCENA DCF I ANALIZA WRAŻLIWOŚCI

DCF	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży	153	151	151	151	155	159	163	167	171	175
NOPAT	11	14	17	18	19	19	20	20	21	21
Amortyzacja	8	8	9	9	10	9	6	7	8	8
Zmiany KON	0	1	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1
CAPEX	-16	-16	-11	-11	-11	-12	-12	-13	-13	-14
<b>FCFF</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>15</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>15</b>
WACC	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>
Współczynnik dyskonta	0,94	0,84	0,75	0,67	0,60	0,54	0,48	0,43	0,38	0,34
DFCF	3	6	11	11	10	8	6	6	5	5
SUMA DFCFF do 2031	71									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	1%									
Wartość rezydualna na 2031	188									
Zdyskontowana wartość rezydualna	65									
Wartość Firmy (EV)	136									
Dług netto 31.12.2021	-12									
Udziałowcy mniejszościowi	3									
Wartość kapitałów własnych	145									
Liczba akcji (w tys.)	14,0									
Wartość na 1 akcję	10,3									

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-1%	0%	1%	2%	3%
WACC - 1,0%	10,5	10,9	11,5	12,2	13,1
WACC - 0,5%	10,0	10,4	10,9	11,5	12,2
WACC	9,5	9,9	10,3	10,9	11,5
WACC + 0,5%	9,1	9,5	9,8	10,3	10,8
WACC + 1,0%	8,8	9,0	9,4	9,8	10,3

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
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>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>
Efektywna stopa podatkowa	12,6%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu	8,70%	8,70%	8,70%	8,70%	8,70%	8,70%	8,70%	8,70%	8,70%	8,70%
Koszt długu po tarczy	7,61%	7,05%	7,05%	7,05%	7,05%	7,05%	7,05%	7,05%	7,05%	7,05%
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>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Spółki krajowe	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Apator	484	17,5	11,8	10,1	6,1	4,9	4,1
Aplisens	167	10,3	9,6	9,2	5,0	4,2	3,5
<b>Mediana</b>		<b>13,9</b>	<b>10,7</b>	<b>9,7</b>	<b>5,6</b>	<b>4,6</b>	<b>3,8</b>
Implikowana wartość godziwa Sonel		14,5	8,9	9,1	10,1	7,5	7,7
Waga		20%	15%	15%	20%	15%	15%
Implikowana wartość godziwa Sonel		<b>10,0</b>					
Spółki zagraniczne	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Honeywell	568 239	22,3	19,9	18,1	15,9	14,6	13,7
Schneider Electric	344 250	19,1	17,2	15,6	13,4	12,2	11,3
Emerson	229 773	17,9	16,8	15,3	11,9	11,4	10,6
Fortive	96 113	20,3	18,3	16,6	17,0	15,6	14,5
Yokogawa	20 960	35,6	24,4	20,9	12,2	10,1	9,0
Itron	9 949	40,2	18,5	13,6	21,0	11,8	9,1
Badger Meter	10 171	33,4	30,7	20,5	19,2	18,1	0,0
ESCO	7 478	21,8	18,3	bd	12,1	11,0	bd
Vaisala Oyj	7 102	27,4	24,8	23,5	17,1	15,7	14,9
Phoenix Mecano	1 587	10,4	9,3	8,8	6,2	5,9	5,8
Nedap	1 831	17,7	15,8	14,2	10,4	9,4	9,2
Schaffner	872	14,5	13,1	13,1	bd	bd	bd
<b>Mediana</b>		<b>21,0</b>	<b>18,3</b>	<b>15,6</b>	<b>13,4</b>	<b>11,8</b>	<b>9,9</b>
Implikowana wartość godziwa Sonel		22,1	15,1	14,7	23,1	18,2	18,7
Waga		20%	15%	15%	20%	15%	15%
Implikowana wartość godziwa Sonel		<b>19,5</b>					

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 6.06.2022 r. godz. 9:39

**ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ I ŁĄD KORPORACYJNY (ESG)**

Sonel jest firmą, która w pełni wykorzystuje swój potencjał produkcyjny, optymalizuje koszty bezpośrednie, przy ciągłym utrzymaniu wysokiej jakości, poprawie bezpieczeństwa pracy oraz prowadzeniu działań na rzecz ochrony środowiska.

Firma Sonel aktywnie uczestniczy w życiu regionu, wspierając różne inicjatywy społeczne (kluby sportowe, festiwal Bachowski, program „Zalogowani” czy „Zostańcie z nami” i wiele innych), dodatkowo podpisano umowę współpracy z Zespołem Szkół Budowlano Elektrycznych w Świdnicy, w której przy współpracy z Sonelem utworzono kilka lat temu klasę patronacką w zawodzie Technik elektronik. Młodzież uczęszczająca na zajęcia w tej klasie odbywa praktyki zawodowe na terenie firmy, przy dużym zaangażowaniu kadry inżynierskiej. Dodatkowo Sonel czynnie wspiera rozwój kadry dydaktycznej szkoły poprzez cykliczne szkolenia podnoszące ich kwalifikacje w zakresie nowych technologii w dziedzinie elektroniki, energetyki i miernictwa elektrycznego.

**ZMIANA PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH**

mln zł	2019	2020	2021	2022P	2022P	zmiana	2023P	2023P	zmiana	2024P
				nowa	stara		nowa	stara		nowa
<b>Przychody</b>	<b>109,0</b>	<b>116,1</b>	<b>158,1</b>	<b>153,3</b>	<b>148,8</b>	3%	<b>150,7</b>	<b>143,2</b>	5%	<b>150,7</b>
mierniki	63,1	76,6	86,4	93,3	89,0	5%	100,7	93,0	8%	105,7
usługi montażu	35,6	33,4	30,0	30,0	30,0	0%	20,0	20,0	0%	15,0
liczniki	10,4	6,2	41,7	30,0	30,0	0%	30,0	30,0	0%	30,0
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>29,1</b>	<b>34,1</b>	<b>39,1</b>	<b>33,4</b>	<b>36,0</b>	-7%	<b>37,1</b>	<b>38,6</b>	-4%	<b>41,2</b>
<i>rentowność</i>	27%	29%	25%	22%	24%		25%	27%		27%
EBITDA	17,4	21,6	23,2	21,0	22,5	-7%	25,4	25,8	-2%	29,8
<b>EBITDA skor.</b>	<b>17,4</b>	<b>21,6</b>	<b>23,2</b>	<b>21,0</b>	<b>22,5</b>	-7%	<b>25,4</b>	<b>25,8</b>	-2%	<b>29,8</b>
<i>rentowność</i>	16%	19%	15%	14%	15%		17%	18%		20%
Amortyzacja	6,6	6,8	7,4	7,9	7,8	1%	8,3	8,3	0%	9,1
EBIT	10,8	14,8	15,8	13,1	14,7	-11%	17,0	17,5	-3%	20,8
Działalność finansowa	-0,2	-0,4	0,3	0,5	0,3	72%	0,4	0,5	-27%	0,5
Zysk netto	9,5	13,4	14,7	11,5	12,0	-4%	13,2	13,7	-4%	16,3
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>9,5</b>	<b>13,4</b>	<b>14,7</b>	<b>11,5</b>	<b>12,0</b>	-4%	<b>13,2</b>	<b>13,7</b>	-4%	<b>16,3</b>
<i>rentowność</i>	9%	12%	9%	8%	8%		9%	10%		11%
Inwestycje i akwizycje	10,4	9,0	11,3	15,7	15,7	0%	15,7	15,7	0%	10,6
Dywidenda	7,0	5,6	14,0	7,0	7,0	0%	4,2	4,6	-8%	11,7
<b>Dług netto</b>	<b>-6,8</b>	<b>-24,1</b>	<b>-11,8</b>	<b>-8,2</b>	<b>-10,9</b>	-25%	<b>-10,5</b>	<b>-13,8</b>	-24%	<b>-13,6</b>
P/E	14,5	10,3	9,4	11,9	11,5		10,4	10,0		8,4
EV/EBITDA	7,5	5,3	5,4	6,2	5,6		5,0	4,8		4,2

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

Skonsolidowany rachunek zysków i strat	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>109,0</b>	<b>116,1</b>	<b>158,1</b>	<b>153,3</b>	<b>150,7</b>	<b>150,7</b>
Zysk brutto na sprzedaży	29,1	34,1	39,1	33,4	37,1	41,2
Koszty sprzedaży i zarządu	19,7	18,6	22,3	21,9	21,7	21,7
Zysk na sprzedaży	9,4	15,5	16,8	11,5	15,4	19,5
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	1,4	-0,7	-1,0	1,7	1,7	1,3
<b>EBIT</b>	<b>10,8</b>	<b>14,8</b>	<b>15,8</b>	<b>13,1</b>	<b>17,0</b>	<b>20,8</b>
Koszty i przychody finansowe netto	-0,2	-0,4	0,3	0,5	0,4	0,5
Zysk przed opodatkowaniem	10,6	14,5	16,1	13,6	17,4	21,2
Podatek dochodowy	1,1	1,1	-0,1	1,7	3,3	4,0
Zysk netto raportowany	9,5	13,4	14,7	11,5	13,2	16,3
<b>Zysk netto powtarzalny</b>	<b>9,5</b>	<b>13,4</b>	<b>14,7</b>	<b>11,5</b>	<b>13,2</b>	<b>16,3</b>
Amortyzacja	6,6	6,8	7,4	7,9	8,3	9,1
<b>EBITDA</b>	<b>17,4</b>	<b>21,6</b>	<b>23,2</b>	<b>21,0</b>	<b>25,4</b>	<b>29,8</b>

Źródło: Sonel (2019-2021), Noble Securities (2022-2024)

Skonsolidowany bilans	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Aktywa</b>	<b>105,4</b>	<b>115,6</b>	<b>153,6</b>	<b>155,2</b>	<b>163,4</b>	<b>168,0</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>51,7</b>	<b>52,5</b>	<b>55,1</b>	<b>62,8</b>	<b>70,2</b>	<b>71,7</b>
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	51,2	51,8	52,5	60,2	67,6	69,0
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Inne aktywa trwałe	0,1	0,3	2,2	2,2	2,2	2,2
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>53,7</b>	<b>63,1</b>	<b>98,5</b>	<b>92,4</b>	<b>93,2</b>	<b>96,4</b>
Zapasy	28,6	21,7	47,3	46,2	45,4	45,4
Należności handlowe	17,1	15,7	38,8	37,8	37,2	37,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	8,0	25,7	12,4	8,4	10,7	13,8
Inne aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pasywa</b>	<b>105,4</b>	<b>115,6</b>	<b>153,6</b>	<b>155,2</b>	<b>163,4</b>	<b>168,0</b>
<b>Kapitał własny razem</b>	<b>83,6</b>	<b>90,4</b>	<b>92,3</b>	<b>96,8</b>	<b>105,8</b>	<b>110,4</b>
<b>Zobowiązania długookresowe</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	0,8	1,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zobowiązania krótkookresowe</b>	<b>13,1</b>	<b>11,4</b>	<b>45,1</b>	<b>42,2</b>	<b>41,4</b>	<b>41,4</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	0,5	0,3	0,5	0,1	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	12,7	11,1	44,5	42,0	41,3	41,3
Inne	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1

Źródło: Sonel (2019-2021), Noble Securities (2022-2024)



Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Zysk netto	9,5	13,4	14,7	11,5	13,2	16,3
Amortyzacja	6,6	6,8	7,4	7,9	8,3	9,1
Zmiana kapitału obrotowego	-0,3	6,6	-15,2	-0,4	0,7	0,0
<b>CF operacyjny</b>	<b>15,1</b>	<b>27,6</b>	<b>11,1</b>	<b>19,1</b>	<b>22,2</b>	<b>25,4</b>
CAPEX	-10,4	-9,0	-11,3	-15,7	-15,7	-10,6
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dezynwestycje i inne	0,3	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w instrumenty dłużne	0,0	0,0	0,0	0,2	-2,4	-3,1
<b>CF inwestycyjny</b>	<b>-10,2</b>	<b>-8,9</b>	<b>-11,4</b>	<b>-15,5</b>	<b>-18,1</b>	<b>-13,7</b>
Podwyższenie kapitału	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	0,6	0,4	-1,0	-0,4	-0,1	0,0
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-7,0	-5,6	-14,0	-7,0	-4,2	-11,7
<b>CF finansowy</b>	<b>-3,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-13,1</b>	<b>-7,4</b>	<b>-4,3</b>	<b>-11,7</b>
<b>CF</b>	<b>1,3</b>	<b>17,6</b>	<b>-13,3</b>	<b>-3,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>
Stan środków pieniężnych na początek okresu	6,8	8,0	25,6	12,3	8,5	8,3
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	8,0	25,6	12,3	8,5	8,3	8,3

Źródło: Sonel (2019-2021), Noble Securities (2022-2024)

Wybrane wskaźniki	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
marża EBITDA	16,0%	18,6%	14,7%	13,7%	16,8%	19,8%
marża EBIT	9,9%	12,8%	10,0%	8,6%	11,3%	13,8%
marża netto	8,7%	11,5%	9,3%	7,5%	8,8%	10,8%
Dług netto	-6,8	-24,1	-11,8	-8,2	-10,5	-13,6
Dług netto/EBITDA	-0,4	-1,1	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5
Liczba akcji	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0
Dywidenda na akcję	0,40	1,00	0,50	0,30	0,84	1,05
P/BV	1,6	1,5	1,5	1,4	1,3	1,2

Źródło: Sonel (2019-2021), Noble Securities (2022-2024)

Roczne stopy wzrostu	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody	19%	7%	36%	-3%	-2%	0%
EBITDA	19%	24%	7%	-9%	21%	18%
EBIT	28%	37%	7%	-17%	30%	22%
Zysk netto	22%	42%	10%	-21%	14%	24%
Zysk netto powtarzalny	8%	42%	10%	-21%	14%	24%

Źródło: Sonel (2019-2021), Noble Securities (2022-2024)

## TIM – wyniki na historycznych szczytach

Inwestycja w akcje TIM-u daje bardzo dobrą ekspozycję na rynek handlu e-commerce, zarówno bezpośrednio (TIM SA), jak i pośrednio (poprzez spółkę logistyczną 3LP obsługującą klientów z sektora handlu internetowego). Spółka konsekwentnie buduje pozycję rynkową w obu obszarach wykorzystując przewagi konkurencyjne i poprawiając uzyskiwane marże. Dodatkowo TIM umiejętnie korzysta z nadarżających się okazji rynkowych dla zwiększenia rentowności segmentu handlowego. Mając na uwadze bardzo dobry początek roku podnieśliśmy nasze prognozy na 2022 r. i w konsekwencji także na lata następne. Zmiana parametrów modelu DCF oraz niższe wskaźniki wyceny spółek z grupy porównawczej wpłynęły na obniżenie wyceny końcowej. Wyznaczona wartość bieżąca spółki (54,3 zł/akcję) daje ponad 73% potencjału wzrostu.

### Utrzymujące się sprzyjające warunki rynkowe

Wysoka dynamika wzrostu w segmencie handlowym za 5M2022 i optymistyczne prognozy dotyczące rozwoju branży e-commerce skłoniły nas do podniesienia prognozy przychodów w horyzoncie średnioterminowym. Otoczenie inflacyjne jest korzystne dla spółek handlowych.

### Wykorzystanie okazji rynkowych i efekty długoterminowych działań Zarządu

Dynamicznie rosnące ceny surowców i kłopoty z dostępnością wybranych grup towarowych na rynku sprzyjają podnoszeniu rentowności spółki. Przyczyny poprawy rentowności widzimy także w lepszym miksie produktowym, rozbudowie oferty oraz utrzymaniu tzw. „długiego ogona” (tj. towarów niskorotujących). To powinno pomagać w utrzymaniu marży na wysokim poziomie po wygaśnięciu efektów zewnętrznych (rynkowych).

### Kontynuowany rozwój segmentu logistycznego pomimo odłożenia IPO

Rozwój spółki 3LP będzie kontynuowany pomimo braku wpływów z zapowiadanej na 1H2022 emisji akcji (ok. 100 mln zł). Tempo wzrostu przychodów ma bazować m.in. na zwiększeniu powierzchni magazynowej oraz rozwoju usług dodatkowych (np. zarządzanie magazynem klienta – pierwsza umowa podpisana w IV/2022).

### Ambitna strategia na lata 2022-26

Zarząd opublikował założenia nowej 5-letniej strategii dla TIM SA obejmującej lata 2022-26. W części finansowej strategia zakłada wzrost przychodów do min. 3 mld zł (vs 1,52 mld zł w 2021 r., CAGR 19%) i EBITDA do 250 mln zł (marża 8,3% vs 8,7% w 2021 r.). Strategię oceniamy jako ambitną (nasze prognozy są bardziej konserwatywne), choć Zarząd spółki swoimi działaniami w ostatnich latach zbudował wiarygodność.

**Wartość akcji TIM-u oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (łącznie dla całej grupy: 51,4 zł) oraz porównawczą (osobno dla biznesu handlowego: 36,6 zł oraz logistycznego: 10,6 zł), co po zważeniu powyższych wycen pozwoliło wyznaczyć wartość bieżącą na 54,3 zł.**

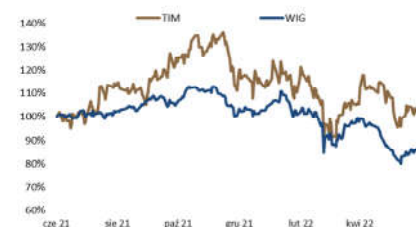
mln zł	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	890,0	1 064,9	1 314,3	1 573,4	1 748,2	1 862,0
EBITDA	53,0	80,5	144,6	166,5	171,0	192,7
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	19,6	31,7	90,9	104,6	96,6	105,7
EPS	0,88	1,43	4,10	4,71	4,35	4,76
DPS	0,80	2,20	2,40	2,55	2,41	2,62
P/E (x)	35,6	22,0	7,7	6,7	7,2	6,6
EV/EBITDA (x)	14,9	9,7	5,3	4,7	4,5	3,7

Źródło: TIM, Noble Securities, zyski skorygowane o zdarzenia jednorazowe

Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 6.06.2022 o godz. 12:00. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 6.06.2022 o godz. 12:10.

**NOBLE  
SECURITIES**  
DOM MAKLERSKI

Cena bieżąca	31,4 zł
Cena docelowa (9M)	54,3 zł
Potencjał wzrostu	73%
Kapitalizacja	696 mln zł
Free float	63%
Śr. wolumen 6M	32 537



### PROFIL SPÓŁKI

Lider na rynku hurtowej dystrybucji materiałów elektroinstalacyjnych w Polsce, z ekspozycją na rynek logistyki w branży e-commerce.

### STRUKTURA AKCJONARIATU

K. Folta z żoną	23,5%
K. Wieczorkowski	13,5%
NN OFE	7,0%
Pozostali	56,0%

Źródło: TIM, Noble Securities

**Michał Sztabler**  
Analityk akcji  
michal.sztabler@noblesecurities.pl  
**+48 667 852 196**

## WYCENA

Wartość jednej akcji TIM SA wyliczyliśmy jako średnią z wyceny porównawczej oraz DCF, z wagą 50% każda. **Na tej podstawie wyznaczaliśmy bieżącą wartość akcji na 54,3 zł.** Przy podejściu porównawczym osobno wyceniliśmy biznes handlowy i osobno logistyczny (w obu przypadkach stosując analizę wskaźnikową), a suma uzyskanych wartości złożyła się na łączną wartość. Przy doborze grupy spółek do analizy porównawczej, w przypadku segmentu handlowego zdecydowaliśmy się na spółki krajowe (działające w segmencie handlu hurtowego lub/i e-commerce), jak i zagraniczne (dystrybucja produktów z segmentu elektrotechniki), z kolei w przypadku segmentu logistycznego, z uwagi na brak odpowiedników na GPW, wybraliśmy podmioty zagraniczne.

Obniżenie wyceny względem naszego poprzedniego raportu wynika przede wszystkim ze zmiany parametrów modelu DCF oraz niższych wskaźników dla spółek porównawczych. Jednocześnie podnieśliśmy prognozy, tak dla segmentu handlowego (TIM SA) jak i logistycznego (3LP) co częściowo skompensowało spadek wyceny. Zmiany prognoz zostały opisane w dalszej części raportu.

Podsumowanie wyceny	Waga	Wycena 1 akcji (zł)	poprzednio (zł)	zmiana
Wycena DCF	50%	51,4	60,9	-16%
Wycena porównawcza	50%	57,2	63,7	-10%
- obszar handel		36,6	46,9	-22%
- obszar logistyka		20,6	16,8	23%
<b>Wycena</b>		<b>54,3</b>	<b>62,3</b>	<b>-13%</b>
Kurs akcji		31,4		
Potencjał wzrostu		73%		

Źródło: Noble Securities

**WYCENA METODĄ DCF**

Założenia do modelu:

- Bazujemy na własnych prognozach wyników skonsolidowanych zaprezentowanych w niniejszym raporcie,
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na dzień publikacji raportu,
- Dług netto na dzień 31/12/2021 w wysokości 73 mln zł (uwzględniający zobowiązania leasingowe wynikające z MSSF16),
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 0%.
- Udział kapitału własnego w finansowaniu aktywów na poziomie 80%.
- Efektywna stopa podatkowa 20%.
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 6,7% (poprzednio 2,68%), premia za ryzyko w wysokości 5,1% (bez zmian), beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

**WYCENA DCF I ANALIZA WRAŻLIWOŚCI**

DCF	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży	1 573	1 748	1 862	1 993	2 111	2 144	2 178	2 212	2 247	2 282
NOPAT	108	101	110	122	125	125	129	131	133	135
Amortyzacja	32	44	55	59	59	59	59	59	59	59
Zmiany KON	-48	-18	-11	-15	-15	-4	-4	-4	-4	-5
CAPEX	-70	-57	-38	-15	-15	-14	-15	-15	-15	-15
<b>FCFF</b>	<b>21</b>	<b>71</b>	<b>117</b>	<b>150</b>	<b>154</b>	<b>165</b>	<b>169</b>	<b>171</b>	<b>172</b>	<b>174</b>
WACC	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>
Współczynnik dyskonta	0,94	0,85	0,77	0,69	0,63	0,56	0,51	0,46	0,41	0,37
DFCFF	20,2	60,1	89,5	104,1	96,0	93,1	85,8	78,4	71,4	65,1
SUMA DFCFF do 2031	764									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	0%									
Wartość rezydualna po 2031	1 203									
Zdyskontowana wartość rezydualna	450									
Wartość Firmy (EV)	1 214									
Dług netto 31.12.2021	73									
Udziałowcy mniejszościowi	0									
Wartość kapitałów własnych	1 141									
Liczba akcji (w tys.)	22,2									
Wartość na 1 akcję	51,4									

	Analiza wrażliwości				
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-2%	-1%	0%	1%	2%
WACC - 1,0%	52,6	54,7	57,2	60,2	64,0
WACC - 0,5%	50,2	52,0	54,1	56,8	60,0
WACC	47,9	49,5	51,4	53,7	56,5
WACC + 0,5%	45,8	47,2	48,9	50,9	53,3
WACC + 1,0%	43,8	45,1	46,5	48,3	50,4

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentuję kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%
Premia za ryzyko	5,09%	5,09%	5,09%	5,09%	5,09%	5,09%	5,09%	5,09%	5,09%	5,09%
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>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>
Efektywna stopa podatkowa	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Koszt długu	8,70%	8,70%	8,70%	8,70%	8,70%	8,70%	8,70%	8,70%	8,70%	8,70%
Koszt długu po tarczy	6,96%	6,96%	6,96%	6,96%	6,96%	6,96%	6,96%	6,96%	6,96%	6,96%
Dług netto/EV	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
<b>WACC</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Biznes handlowy	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
W.W.Grainger	108 663	18,8	17,0	15,6	12,7	11,8	10,9
Rexel	27 735	9,6	9,2	8,5	6,5	6,3	5,9
Intercars	5 866	8,1	7,4	6,7	6,6	6,2	5,9
Solar	3 307	9,3	9,3	8,8	5,9	5,8	5,6
Neuca	3 402	19,2	16,4	14,8	11,5	10,5	9,8
Eurocash	1 591	36,3	29,7	20,8	6,0	5,6	5,3
AB	792	5,6	5,4	5,5	5,2	4,9	5,0
Oponeo	655	13,4	12,8	12,1	8,5	8,1	7,7
Grodno	266	7,2	7,4	7,1	6,4	6,3	6,2
<b>Mediana</b>		<b>9,6</b>	<b>9,3</b>	<b>8,8</b>	<b>6,5</b>	<b>6,3</b>	<b>5,9</b>
Implikowana wartość godziwa TIM (handel)		39,3	35,3	37,2	36,4	33,8	36,6
Waga		20%	15%	15%	20%	15%	15%
Implikowana wartość godziwa TIM (handel)				<b>36,6</b>			

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 6.06.2022 r. godz. 9:39

Biznes logistyczny	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
UPS	694 442	14,5	13,9	13,3	10,0	9,7	9,4
DSV	161 305	15,6	17,4	16,4	10,6	12,0	12,0
Kuehne+Nagel Int. AG	134 820	13,2	20,2	23,3	7,0	9,8	10,7
ZTO Express Cayman Inc	89 582	22,6	17,7	14,4	12,8	10,3	8,6
Expeditors International of Washington	79 022	14,0	18,6	19,5	8,9	11,8	12,5
JB Hunt Transport Services	80 544	19,4	18,2	17,4	10,1	9,7	9,3
CH Robinson Worldwide Inc	58 903	14,6	17,2	17,0	11,5	13,4	13,4
GXO Logistics	27 661	19,1	16,6	14,9	9,7	8,7	8,1
XPO Logistics	27 233	10,0	9,6	9,3	6,4	6,3	6,1
ID Logistics Group	7 085	27,0	22,9	19,7	6,0	5,3	5,0
Clipper Logistics PLC	4 692	30,8	25,8	22,9	12,1	10,9	9,9
<b>Mediana</b>					<b>10,0</b>	<b>9,8</b>	<b>9,4</b>
Implikowana wartość godziwa TIM (logistyka)					16,5	20,7	26,2
Waga					40%	30%	30%
Implikowana wartość godziwa TIM (logistyka)				<b>20,6</b>			

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 6.06.2022 r. godz. 9:39

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

Od 2019 r. spółka realizuje strategię odpowiedzialnego biznesu (tzw. „Strategia TIM pro”). W związku ze ścisłą współpracą TIM S.A. ze spółką 3LP S.A. i charakterem działalności tej spółki, w dokumencie tym uwzględniono również rekomendacje działań i cele dla 3LP S.A. dotyczące wpływu na środowisko naturalne. Podstawą działań w zakresie ochrony środowiska są przepisy prawa oraz analiza wpływu na otoczenie. TIM nie ma wdrożonej jednolitej polityki środowiskowej na poziomie Grupy. Spółki odrębnie określają i realizują swoje cele z zakresu monitorowania wpływu na środowisko i minimalizowania negatywnego wpływu na stan środowiska naturalnego. Ze względu na charakter prowadzonej działalności, w szczególności na fakt, iż w TIM S.A. praca ma wyłącznie biurowy charakter, politykę w zakresie ochrony środowiska posiada tylko spółka 3LP S.A. Spółka logistyczna ma największy potencjał do podejmowania działań w zakresie zużycia energii i takie działania aktywnie realizuje. W GK TIM wdrożone zostały założenia odnośnie do budżetowania działań społecznych i sponsoringowych, jak też zasady programu grantowego oraz działań wolontaryjnych pracowników. Celem zapewnienia dostępu do młodej kadry chcącej zdobywać doświadczenie Grupa realizuje programy stażowe oraz współpracuje aktywnie z uczelniami. Stażyści mogą rozwijać się w obszarach: e-commerce, marketingu, analiz biznesowych, HR, zakupów, IT, sprzedaży, księgowości i finansów.

**ZMIANA PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH**

mln zł	2019	2020	2021	2022P nowa	2022P stara	zmiana	2023P nowa	2023P stara	zmiana	2024P nowa	2024P stara	zmiana
<b>TIM SA</b>												
<b>Przychody</b>	<b>798</b>	<b>936</b>	<b>1 252</b>	<b>1 479</b>	<b>1 331</b>	<b>11%</b>	<b>1 621</b>	<b>1 443</b>	<b>12%</b>	<b>1 704</b>	<b>1 517</b>	<b>12%</b>
Zysk na towarach	141	174	265	310	265	17%	318	278	14%	342	298	15%
<i>marża na towarach</i>	<i>17,8%</i>	<i>18,7%</i>	<i>21,2%</i>	<i>21,0%</i>	<i>20,0%</i>		<i>19,7%</i>	<i>19,4%</i>		<i>20,1%</i>	<i>19,8%</i>	
Koszty operacyjne	120	139	166	202	184	10%	219	202	9%	233	216	8%
<b>EBITDA</b>	<b>36</b>	<b>52</b>	<b>109</b>	<b>120</b>	<b>93</b>	<b>29%</b>	<b>114</b>	<b>89</b>	<b>28%</b>	<b>126</b>	<b>95</b>	<b>33%</b>
<i>marża EBITDA</i>	<i>4,5%</i>	<i>5,5%</i>	<i>8,7%</i>	<i>8,1%</i>	<i>7,0%</i>		<i>7,0%</i>	<i>6,2%</i>		<i>7,4%</i>	<i>6,2%</i>	
<b>Zysk netto powtarzalny</b>	<b>23</b>	<b>31</b>	<b>83</b>	<b>91</b>	<b>68</b>	<b>33%</b>	<b>85</b>	<b>67</b>	<b>26%</b>	<b>94</b>	<b>72</b>	<b>30%</b>
<b>3LP</b>												
Przychody	87	115	142	178	188	-5%	213	225	-5%	245	236	4%
<b>Przychody poza grupę</b>	<b>26</b>	<b>41</b>	<b>62</b>	<b>94</b>	<b>108</b>	<b>-13%</b>	<b>127</b>	<b>144</b>	<b>-12%</b>	<b>158</b>	<b>154</b>	<b>2%</b>
EBIT	2	9	18	22	26	-15%	22	30	-26%	22	33	-36%
<b>EBITDA</b>	<b>16</b>	<b>25</b>	<b>36</b>	<b>47</b>	<b>52</b>	<b>-10%</b>	<b>57</b>	<b>64</b>	<b>-10%</b>	<b>67</b>	<b>67</b>	<b>-1%</b>
<i>marża EBITDA</i>	<i>18,8%</i>	<i>21,6%</i>	<i>25,2%</i>	<i>26,3%</i>	<i>27,6%</i>		<i>26,8%</i>	<i>28,3%</i>		<i>27,1%</i>	<i>28,5%</i>	
<b>Grupa Kapitałowa TIM</b>												
<b>Przychody</b>	<b>890</b>	<b>1 065</b>	<b>1 314</b>	<b>1 573</b>	<b>1 439</b>	<b>9%</b>	<b>1 748</b>	<b>1 586</b>	<b>10%</b>	<b>1 862</b>	<b>1 671</b>	<b>11%</b>
towary	854	1 018	1 248	1 474	1 326	11%	1 615	1 437	12%	1 698	1 510	12%
usługi	36	46	66	99	113	-12%	133	150	-11%	164	161	2%
Koszty operacyjne	156	188	212	274	266	3%	324	316	3%	369	337	9%
<i>udział w przychodach</i>	<i>17,5%</i>	<i>17,6%</i>	<i>16,1%</i>	<i>17,4%</i>	<i>18,5%</i>		<i>18,5%</i>	<i>19,9%</i>		<i>19,8%</i>	<i>20,2%</i>	
<b>EBITDA</b>	<b>53</b>	<b>80</b>	<b>145</b>	<b>166</b>	<b>145</b>	<b>15%</b>	<b>171</b>	<b>153</b>	<b>12%</b>	<b>193</b>	<b>162</b>	<b>19%</b>
<i>marża EBITDA</i>	<i>6,0%</i>	<i>7,6%</i>	<i>11,0%</i>	<i>10,6%</i>	<i>10,0%</i>		<i>9,8%</i>	<i>9,6%</i>		<i>10,3%</i>	<i>9,7%</i>	
Saldo finansówki	-7	-14	-6	-6	-9	-40%	-7	-6	22%	-7	-4	92%
<b>zysk netto powtarzalny</b>	<b>20</b>	<b>32</b>	<b>91</b>	<b>105</b>	<b>84</b>	<b>25%</b>	<b>97</b>	<b>86</b>	<b>12%</b>	<b>106</b>	<b>96</b>	<b>10%</b>
CAPEX	18	23	6	70	68	3%	57	8	613%	38	7	418%
Dywidenda	18	27	49	38	33	15%	57	45	25%	53	45	
<b>Dług netto</b>	<b>92</b>	<b>81</b>	<b>73</b>	<b>86</b>	<b>73</b>	<b>18%</b>	<b>77</b>	<b>12</b>	<b>514%</b>	<b>18</b>	<b>-63</b>	<b>128%</b>
P/E	35,6	22,0	7,7	6,7	8,3		7,2	8,1		6,6	7,2	
EV/EBITDA	14,9	9,7	5,3	4,7	5,3		4,5	4,6		3,7	3,9	

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

<b>TIM SA (mln zł)</b>	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Przychody</b>	<b>798,4</b>	<b>935,7</b>	<b>1252,3</b>	<b>1479,4</b>	<b>1621,1</b>	<b>1704,2</b>
Zysk brutto na sprzedaży	149,1	178,0	269,4	314,9	323,8	348,3
<i>marża na towarach</i>	<i>17,8%</i>	<i>18,7%</i>	<i>21,2%</i>	<i>21,0%</i>	<i>19,7%</i>	<i>20,1%</i>
Koszty operacyjne	119,7	138,5	166,0	201,9	219,3	232,5
<i>% przychodów</i>	<i>15,0%</i>	<i>14,8%</i>	<i>13,3%</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,5%</i>	<i>13,6%</i>
Zysk na sprzedaży	29,4	39,5	103,3	113,0	104,5	115,8
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	0,2	5,9	-0,1	0,0	0,0	0,0
EBIT	29,6	45,4	103,3	113,0	104,5	115,8
<b>EBITDA</b>	<b>35,8</b>	<b>51,5</b>	<b>108,7</b>	<b>119,7</b>	<b>113,9</b>	<b>126,1</b>
Koszty i przychody finansowe netto	-0,4	-0,4	-0,1	-0,5	0,0	0,2
Zysk netto raportowany	22,7	36,0	82,5	91,1	84,7	93,9
<b>Zysk netto powtarzalny</b>	<b>22,7</b>	<b>30,8</b>	<b>82,5</b>	<b>91,1</b>	<b>84,7</b>	<b>93,9</b>
Amortyzacja	6,3	6,1	5,5	6,7	9,4	10,4
CAPEX	-5,1	-8,0	-2,8	-10,0	-15,0	-10,0
CF operacyjny	37,3	13,3	37,1	74,4	78,5	95,2
Dywidenda	17,8	26,6	48,8	37,7	56,6	53,4
<b>Dług netto</b>	<b>-6,3</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>-27,3</b>	<b>-34,2</b>	<b>-66,0</b>

<b>Rotopino (mln zł)</b>	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Przychody</b>	<b>64,1</b>	<b>86,7</b>		<b>wyłączone z konsolidacji</b>		
<b>Zysk netto</b>	<b>0,5</b>	<b>2,6</b>		<b>wyłączone z konsolidacji</b>		

<b>3LP (mln zł)</b>	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody razem	86,6	114,7	142,2	177,7	213,2	245,2
<b>Przychody zewnętrzne</b>	<b>26,1</b>	<b>40,7</b>	<b>61,9</b>	<b>94,0</b>	<b>127,1</b>	<b>157,8</b>
EBIT	2,5	9,3	18,3	21,8	22,1	21,5
<b>EBITDA</b>	<b>16,2</b>	<b>24,8</b>	<b>35,8</b>	<b>46,8</b>	<b>57,1</b>	<b>66,5</b>

Źródło: TIM (2019-2021), Noble Securities (2022-2024)

Skonsolidowany rachunek zysków i strat	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>890,0</b>	<b>1 064,9</b>	<b>1 314,3</b>	<b>1 573,4</b>	<b>1 748,2</b>	<b>1 862,0</b>
Zysk brutto na sprzedaży	188,5	239,7	331,3	408,9	450,9	506,0
Koszty sprzedaży i zarządu	155,8	187,5	211,9	274,1	324,3	368,7
Zysk na sprzedaży	32,7	52,2	119,4	134,8	126,6	137,3
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-0,2	6,1	2,2	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>32,5</b>	<b>58,3</b>	<b>121,6</b>	<b>134,8</b>	<b>126,6</b>	<b>137,3</b>
Koszty i przychody finansowe netto	-7,3	-13,8	-5,9	-5,7	-7,3	-6,8
Zysk przed opodatkowaniem	25,2	44,6	115,6	129,1	119,3	130,5
Podatek dochodowy	5,7	7,4	23,9	24,5	22,7	24,8
Zysk netto raportowany	19,6	37,1	91,8	104,6	96,6	105,7
<b>Zysk netto powtarzalny</b>	<b>19,6</b>	<b>31,7</b>	<b>90,9</b>	<b>104,6</b>	<b>96,6</b>	<b>105,7</b>
Amortyzacja	20,5	22,1	23,0	31,7	44,4	55,4
<b>EBITDA</b>	<b>53,0</b>	<b>80,5</b>	<b>144,6</b>	<b>166,5</b>	<b>171,0</b>	<b>192,7</b>

Źródło: TIM (2019-2021), Noble Securities (2022-2024)

Skonsolidowany bilans	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Aktywa</b>	<b>468,5</b>	<b>467,1</b>	<b>536,5</b>	<b>667,5</b>	<b>725,8</b>	<b>740,9</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>185,1</b>	<b>171,2</b>	<b>154,0</b>	<b>192,3</b>	<b>204,9</b>	<b>187,5</b>
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	170,6	160,9	143,9	182,2	194,8	177,4
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	5,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne aktywa trwałe	8,8	10,3	10,1	10,1	10,1	10,1
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>283,4</b>	<b>295,8</b>	<b>382,6</b>	<b>475,2</b>	<b>520,9</b>	<b>553,4</b>
Zapasy	96,8	103,3	140,4	162,1	177,7	186,8
Należności handlowe	168,0	180,1	230,7	289,8	317,6	333,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	17,4	11,1	9,7	21,6	23,9	31,1
Inne aktywa obrotowe	1,2	1,3	1,7	1,7	1,7	1,7
<b>Pasywa</b>	<b>468,5</b>	<b>467,1</b>	<b>536,5</b>	<b>667,5</b>	<b>725,8</b>	<b>740,9</b>
<b>Kapitał własny razem</b>	<b>152,7</b>	<b>163,1</b>	<b>211,6</b>	<b>285,1</b>	<b>325,1</b>	<b>377,4</b>
<b>Zobowiązania długookresowe</b>	<b>102,7</b>	<b>87,9</b>	<b>80,3</b>	<b>68,2</b>	<b>60,1</b>	<b>51,9</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	91,6	77,8	69,0	56,9	48,8	40,7
Inne	11,2	10,1	11,3	11,3	11,3	11,3
<b>Zobowiązania krótkookresowe</b>	<b>213,1</b>	<b>216,0</b>	<b>244,6</b>	<b>314,2</b>	<b>340,6</b>	<b>311,6</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	17,7	14,3	13,9	50,7	51,9	8,1
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	181,8	182,2	210,8	243,2	266,5	280,1
Inne	13,6	19,5	19,9	20,3	22,2	23,3

Źródło: TIM (2019-2021), Noble Securities (2022-2024)



Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Zysk brutto	25,2	44,6	115,6	129,1	119,3	130,5
Amortyzacja	20,5	22,1	23,0	31,7	44,4	55,4
Zmiana kapitału obrotowego	4,3	-12,3	-58,8	-48,1	-18,0	-10,6
Zapłacony podatek dochodowy	-4,7	-10,1	-22,7	-24,5	-22,7	-24,8
<b>CF operacyjny</b>	<b>54,1</b>	<b>38,8</b>	<b>67,1</b>	<b>88,2</b>	<b>145,6</b>	<b>175,3</b>
CAPEX	-18,0	-22,9	-5,8	-70,0	-57,0	-38,0
Inwestycje kapitałowe	0,0	-15,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Dezinvestycje i inne	18,9	61,3	6,4	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w instrumenty dłużne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-5,6
<b>CF inwestycyjny</b>	<b>0,9</b>	<b>22,9</b>	<b>0,6</b>	<b>-70,0</b>	<b>-57,0</b>	<b>-43,6</b>
Podwyższenie kapitału	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	-77,6	0,0	0,0	24,7	-6,9	-51,9
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-17,8	-26,6	-48,8	-37,7	-56,6	-53,4
<b>CF finansowy</b>	<b>-117,4</b>	<b>-68,0</b>	<b>-69,1</b>	<b>-13,0</b>	<b>-63,6</b>	<b>-105,3</b>
<b>CF</b>	<b>-62,4</b>	<b>-6,3</b>	<b>-1,4</b>	<b>5,2</b>	<b>25,1</b>	<b>26,3</b>
Stan środków pieniężnych na początek okresu	2,2	17,4	11,1	9,7	14,9	40,0
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	17,4	11,1	9,7	14,9	40,0	66,3

Źródło: TIM (2019-2021), Noble Securities (2022-2024)

Wybrane wskaźniki	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
marża EBITDA	6,0%	7,6%	11,0%	10,6%	9,8%	10,3%
marża EBIT	3,7%	5,5%	9,3%	8,6%	7,2%	7,4%
marża netto	2,2%	3,5%	7,0%	6,6%	5,5%	5,7%
Dług netto	91,8	81,0	73,2	86,0	76,7	17,7
Dług netto/EBITDA	1,7	1,0	0,5	0,5	0,4	0,1
Liczba akcji	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2
Dywidenda na akcję	0,80	2,20	2,40	2,55	2,41	2,62
P/BV	4,6	4,3	3,3	2,4	2,1	1,8

Źródło: TIM (2019-2021), Noble Securities (2022-2024)

Roczne stopy wzrostu	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody	7%	20%	23%	20%	11%	7%
EBITDA	71%	52%	80%	15%	3%	13%
EBIT	64%	79%	108%	11%	-6%	8%
Zysk netto	30%	90%	147%	14%	-8%	9%
Zysk netto powtarzalny	64%	62%	187%	15%	-8%	9%

Źródło: TIM (2019-2021), Noble Securities (2022-2024)

**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 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 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 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 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>,  
<https://noblesecurities.pl/dom-maklerski/analizy2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw/2137-sonel-s-a> ,  
<https://noblesecurities.pl/dom-maklerski/analizy2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw/1792-tim-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: 6.06.2022, godz. 12.00 . Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 6.06.2022, godz. 12.10.

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.

<b>Ostatnio wydane rekomendacje/aktualizacje dotyczące Aparator SA</b>						
Rekomendacja/aktualizacja	Kupuj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj	Kupuj	Trzymaj
Data wydania	04.12.2017	12.06.2018	07.01.2019	28.11.2019	27.11.2020	29.11.2021
Kurs z dnia rekomendacji	28,0	26,0	22,8	21,4	22,3	18,7
Cena docelowa	31,8	29,0	31,0	24,4	28,9	19,1
WIG w dniu rekomendacji	62 350,23	58 975,59	58 971,40	57 502,28	53.302,48	66 648,65

<b>Ostatnio wydane rekomendacje/aktualizacje dotyczące Aplsens SA</b>						
Rekomendacja/aktualizacja	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Data wydania	18.12.2018	03.01.2020	02.06.2020	11.12.2020	08.06.2021	31.08.2021
Kurs z dnia rekomendacji	10,50	10,40	9,80	11,20	12,80	13,10
Cena docelowa/Wycena	16,0	17,3	15,8	18,0	17,5	17,8
WIG w dniu rekomendacji	58 719,27	58 603,27	48 879,21	55 501,03	66 497,71	70 930,15

<b>Ostatnio wydane rekomendacje/aktualizacje dotyczące Sonel SA</b>						
Rekomendacja/aktualizacja	nd			nd		
Data wydania	16.08.2021			22.12.2021		
Kurs z dnia rekomendacji	11,8			10,6		
Cena docelowa	15,2			11,8		
WIG w dniu rekomendacji	68 811,77			67 361,43		

<b>Ostatnio wydane rekomendacje/aktualizacje dotyczące TIM SA</b>						
Rekomendacja/aktualizacja	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Data wydania	16.06.2019	31.01.2020	26.06.2020	02.12.2020	05.05.2021	14.10.2021
Kurs z dnia rekomendacji	9,8	11,4	10,9	16,2	28,4	42,6
Cena docelowa	14,1	17,3	17,1	27,3	39,6	62,3
WIG w dniu rekomendacji	52 344,83	56 923,36	49 725,89	53 983,67	59 960,14	74 524,78

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)
11 bit studios	Kupuj	626,0	502,0	522,00	20%	18.05.2022	9M	Maciej Kietliński
Forte	Akumuluj	38,9	33,0	35,50	10%	13.05.2022	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	33,1	19,0	17,30	91%	02.05.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	7,2	4,1	3,99	79%	19.04.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	96,2	78,5	78,00	23%	08.04.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Mobruk	Kupuj	500,9	398,0	313,00	60%	07.04.2022	9M	Dariusz Dadej
Artifex Mundi	Kupuj	13,2	10,1	7,50	76%	28.03.2022	9M	Maciej Kietliński
Celon Pharma	Kupuj	42,2	24,8	17,10	147%	16.03.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Creepy Jar	Kupuj	812,0	700,0	579,00	40%	15.03.2022	9M	Maciej Kietliński
LW Bogdanka	Trzymaj	57,9	55,6	56,15	3%	11.03.2022	9M	Michał Sztabler
Tauron PE	Kupuj	3,5	2,7	3,29	7%	10.03.2022	9M	Michał Sztabler
Ailleron	nd	19,1	11,4	11,25	70%	03.03.2022	24M	Dariusz Dadej
BoomBit	Kupuj	22,9	18,3	13,02	76%	04.02.2022	9M	Maciej Kietliński
Krynicky Recykling	nd	31,8	19,6	21,70	47%	05.01.2022	24M	Dariusz Dadej
Sonel	nd	11,8	10,6	9,98	18%	22.12.2021	24M	Michał Sztabler
CD Projekt	Redukuj	176,4	193,0	104,20	69%	21.12.2021	9M	Maciej Kietliński
Dino Polska	Redukuj	295,0	338,0	314,10	-6%	03.12.2021	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	12,2	10,9	11,40	7%	03.12.2021	9M	Dariusz Dadej
Apator	Trzymaj	19,1	18,7	14,66	30%	29.11.2021	9M	Michał Sztabler
OncoArendi	Kupuj	48,1	38,4	28,40	69%	16.11.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Amica	Akumuluj	157,6	131,6	79,50	98%	18.10.2021	9M	Michał Sztabler
Ten Square Games	Kupuj	549,3	382,6	113,00	386%	18.10.2021	9M	Maciej Kietliński
TIM	nd	62,3	42,6	31,65	97%	14.10.2021	24M	Michał Sztabler
Forte	Trzymaj	51,5	53,5	35,50	45%	11.10.2021	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	41,2	22,5	17,30	138%	07.10.2021	24M	Krzysztof Radojewski
Wielton	Trzymaj	13,4	12,4	6,34	111%	28.09.2021	9M	Michał Sztabler
Ryvu Therapeutics	Akumuluj	71,7	51,4	32,50	120%	23.09.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	7,7	5,0			09.09.2021	24M	Krzysztof Radojewski
Ailleron	nd	25,2	13,7			02.09.2021	24M	Dariusz Dadej
Aplisens	nd	17,8	13,1	13,80	29%	31.08.2021	24M	Michał Sztabler
11 bit studios	Trzymaj	455,3	460,2	522,00	-13%	27.08.2021	9M	Maciej Kietliński
Sonel	nd	15,2	11,8			16.08.2021	24M	Michał Sztabler
Celon Pharma	Kupuj	59,4	39,3			12.08.2021	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Akumuluj	29,3	24,9			05.08.2021	9M	Michał Sztabler
Krynicky Recykling	nd	32,9	20,0			13.07.2021	24M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Kupuj	977,0	836,0			09.07.2021	9M	Maciej Kietliński
Selvita	Trzymaj	87,0	84,0			30.06.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Redukuj	253,7	269,0			22.06.2021	9M	Dariusz Dadej
Aplisens	nd	17,5	12,8	13,80	27%	08.06.2021	9M	Michał Sztabler

(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 - 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