

## Aplisens SA – wyższa dynamika wzrostu

Aplisens jest przedstawicielem branży Aparatury Kontrolno-Pomiarowej i Automatyki (AKPiA), która charakteryzuje się wysoką rentownością i silnymi przepływami gotówkowymi. Atutem spółki jest bezpieczny bilans i polityka wysokich transferów zysków do akcjonariuszy (dywidenda, buyback). Najnowsza strategia rozwoju spółki na lata 2023-25 podtrzymuje wysokie tempo wzrostu wyników, zmieniając akcenty w kierunku nowych rynków eksportowych. Pomimo wzrostu kursu akcji spółki w ostatnich miesiącach wciąż widzimy potencjał do dalszych zwyżek. Podnosimy wycenę do 20,3 zł.

### Wyniki 2022: historyczny rekord pomimo trudności na Wschodzie

Wyniki 2022 oceniamy jako bardzo dobre (wzrost przychodów na wszystkich rynkach, bardzo wysoka marża), pomimo perturbacji powodowanych wojną w Ukrainie. Spółka umiejętnie wykorzystwała sprzyjające warunki, jakie eksporterom dawał wysoki kurs walutowy. Poza tym stały wzrost sprzedaży pozwolił osiągnąć efekty skali i poprawić efektywność. Aplisens szybko dostosował się do warunków inflacyjnych na bieżąco aktualizując cenniki. Do produkcji wykorzystywane były jeszcze zapasy materiałów zakupionych po niższych cenach, co dodatkowo podnosiło rentowność sprzedaży.

### Nowa strategia na lata 2023-25

Pomimo ograniczenia eksportu na rynki wschodnie, Aplisens prognozuje wzrost przychodów w perspektywie 2025 r. (CAGR=12%). W podobnym tempie rosnać mają zyski spółki. Wysoki stopień wykonania poprzednich 3-letnich planów finansowych (ok. 95%) pozwala traktować te założenia jako realistyczne, niemniej w naszych prognozach pozostajemy nieco bardziej konserwatywni.

### Perspektywiczne kierunki rozwoju

Choć systematycznie kurczy się rynek „czarnej energetyki” to spółka dysponuje produktami, które mogą być oferowane w innych perspektywicznych obszarach: gospodarka wodorowa, energetyka jądrowa. Ponadto Aplisens planuje ekspansję geograficzną i rozwój sprzedaży na bardzo atrakcyjnych rynkach azjatyckich czy amerykańskich (np. USA).

### Finansowanie wzrostu a transfery do akcjonariuszy

Aplisens posiada bezpieczną sytuację finansową i utrzymuje nadwyżki gotówkowe. Zaplanowane w strategii wydatki inwestycyjne nie powinny zakłócić polityki dywidendowej spółki. Jedynie w roku 2023 r., z uwagi na zapowiedzianą akwizycję, łączna wysokość transferów do akcjonariuszy może być niższa niż średnia z ostatnich lat.

### Ryzyka dla prognoz i wyceny

Jako ryzyko dla naszych prognoz wskazujemy ograniczenie nakładów inwestycyjnych w branży energetycznej oraz schłodzenie koniunktury na rynkach UE. Zagrożeniem jest też rozszerzenie konfliktu na Wschodzie o kolejne kraje, co jeszcze bardziej ograniczy sprzedaż na rynkach WNP.

**Wartość akcji Aplisensa oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (18,8 zł) oraz porównawczą (21,7 zł), co po zważeniu powyższych wycen pozwoliło nam wyznaczyć wartość bieżącą na 20,3 zł.**

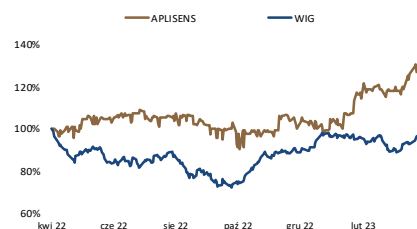
mln zł	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	108,0	121,4	147,8	141,5	158,2	177,4
EBITDA	25,0	28,9	39,8	33,3	39,7	45,0
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	12,6	17,2	27,0	21,0	25,7	29,5
EPS (zł)	1,06	1,45	2,34	1,92	2,35	2,69
DPS (zł)	0,45	0,60	0,74	0,96	1,09	1,30
P/E (x)	16,3	11,9	7,4	9,0	7,4	6,4
EV/EBITDA (x)	7,1	6,1	4,4	4,9	4,0	3,4

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

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 21.04.2023 o godz. 13:00. Pierwsze rozpowszechnienie nastąpiło 21.04.2023 o godz. 13:10.

**NOBLE  
SECURITIES**  
DOM MAKLESKI

Kurs akcji	17,3 zł
Wycena	20,3 zł
Potencjał wzrostu	17%
Kapitalizacja	199 mln zł
Free float	31,2%
Śr. wolumen 6M	990



### PROFIL SPÓŁKI

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

### STRUKTURA AKCJONARIATU

Adam Żurawski	22,15%
Mirosław Dawidonis	12,87%
Janusz Szewczyk	10,44%
Mirosław Karczmarczyk	9,90%
Dorota Zubkow	7,17%
Andrzej Kobiąka	5,48%
Pozostali	31,98%

**Michał Sztabler**

**Analityk akcji**

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

## WYCENA

Wartość jednej akcji Aplisens SA wyliczyliśmy jako średnią z wyceny porównawczej (uwzględniliśmy wskaźniki dla okresu prognozy 2023-25) oraz DCF. **Na tej podstawie wyznaczyliśmy bieżącą wartość akcji na 20,3 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. Podwyższenie wyceny względem naszego poprzedniego raportu z grudnia 2022 r. wynika zarówno z aktualizacji prognoz jak i zmiany parametrów modelu DCF i wskaźników dla grupy porównawczej. Liczymy na kontynuację trendu wzrostowego na akcjach Aplisensa, zapoczątkowanego w styczniu 2023 r., gdyż jest to uzasadnione stabilną sytuacją finansową oraz dobrymi perspektywami dla biznesu spółki.

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	poprzednio (zł)	zmiana
Wycena DCF	50%	18,8	16,1	17%
Wycena porównawcza - kraj	50%	21,7	20,5	6%
Wycena porównawcza - zagranica	0%	47,3	46,4	2%
<b>Wycena bieżąca</b>		<b>20,3</b>	<b>18,3</b>	<b>11%</b>
Kurs giełdowy aktualny		17,3		
Potencjał		17%		

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 31.12.2022 w wysokości 23 mln zł.
- Efektywna stopa podatkowa 14% w 2023 r. (ulga podatkowa), potem 19%.
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 0%.
- Udział kapitału własnego w finansowaniu aktywów 100% (konserwatywna polityka finansowa zarządu).
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 6,1% (poprzednio 7,0%), premia za ryzyko w wysokości 7,4% (poprzednio 7,2%), beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

DCF	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży	141	158	177	182	186	191	196	201	206	211
NOPAT	22	26	29	29	30	31	32	33	33	34
Amortyzacja	8	8	9	9	9	7	7	7	6	7
Zmiany KON	8	-7	-8	-2	-2	-2	-2	-2	-3	-3
CAPEX	-21	-11	-11	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9
<b>FCFF</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>29</b>
WACC	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>
Współczynnik dyskonta	0,92	0,81	0,71	0,63	0,55	0,49	0,43	0,38	0,33	0,29
DFCF	16	13	13	17	16	13	12	11	9	9
SUMA DFCFF do 2031	128									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	0%									
Wartość rezydualna na 2031	233									
Zdyskontowana wartość rezydualna	68									
Wartość Firmy (EV)	196									
Dług netto 31.12.2022	-23									
Udziałowcy mniejszościowi	4									
Wartość kapitałów własnych	216									
Liczba akcji (w tys.)	11,5									
Wartość na 1 akcję	18,8									

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-2%	-1%	0%	1%	2%
WACC - 1,0%	19,2	19,7	20,3	21,0	21,8
WACC - 0,5%	18,6	19,0	19,5	20,1	20,9
WACC	17,9	18,3	18,8	19,3	20,0
WACC + 0,5%	17,3	17,7	18,1	18,6	19,2
WACC + 1,0%	16,8	17,1	17,5	17,9	18,4

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentuję kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Stopa wolna od ryzyka	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Premia za ryzyko	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
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>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>
Efektywna stopa podatkowa	14,2%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Koszt długu po tarczy	6,0%	5,64%	5,64%	5,64%	5,64%	5,64%	5,64%	5,64%	5,64%	5,64%
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>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Spółki krajowe	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Aparator	517	16,2	10,8	7,8	5,3	4,4	4,4
Sonel	151	11,0	10,0	8,7	5,6	4,9	4,4
<b>Mediana</b>		<b>13,6</b>	<b>10,4</b>	<b>8,3</b>	<b>5,5</b>	<b>4,6</b>	<b>4,4</b>
Aplisens	199	9,0	7,4	6,4	4,9	4,0	3,4
Premia/dyskonto do średniej (%)		-34%	-29%	-22%	-10%	-15%	-23%
Implikowana wartość godziwa Aplisens		31,9	20,0	19,5	21,0	16,5	18,9
<b>Implikowana wartość godziwa Aplisens</b>				<b>21,7</b>			
Spółki zagraniczne	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Honeywell	551 439	21,7	19,6	18,0	15,0	14,0	13,2
Emerson	206 578	21,3	19,3	17,7	16,6	14,9	14,3
Yokogawa	18 312	22,1	16,8	16,8	9,1	8,1	7,3
Itron	9 905	56,7	23,6	12,6	27,4	14,6	8,6
ESCO	10 630	27,1	23,4		14,6	13,3	
Badger Meter	16 444	50,2	46,2	42,4	29,3	27,6	25,4
Vaisala Oyj	6 829	22,5	21,1	19,4	15,0	13,9	13,0
Phoenix Mecano	1 827	10,7	10,6		6,9	6,5	
<b>Mediana</b>		<b>22,3</b>	<b>20,4</b>	<b>17,9</b>	<b>15,0</b>	<b>14,0</b>	<b>13,1</b>
Aplisens	199	9,0	7,4	6,4	4,9	4,0	3,4
Premia/dyskonto do średniej (%)		-60%	-64%	-64%	-67%	-72%	-74%
Implikowana wartość godziwa Aplisens		52,3	39,1	42,0	54,1	44,8	50,5
<b>Implikowana wartość godziwa Aplisens</b>				<b>47,3</b>			

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 21.04.2023 r. godz. 12:00

## WYNIKI 2022: HISTORYCZNY REKORD POMIMO TRUDNOŚCI NA WSCHODZIE

Wyniki 2022 oceniamy jako bardzo dobre (wzrost przychodów na wszystkich rynkach, bardzo wysoka marża), pomimo perturbacji powodowanych wojną w Ukrainie. Spółka umiejętnie wykorzystwała sprzyjające warunki, jakie eksporterom dawał wysoki kurs EUR i USD. Poza tym stały wzrost sprzedaży pozwala osiągać efekty skali i poprawiać efektywność. Aplisens szybko dostosował się do warunków inflacyjnych na bieżąco aktualizując cenniki. Do produkcji wykorzystywane były jeszcze zapasy materiałów zakupionych po niższych cenach, co dodatkowo podnosiło rentowność sprzedaży.

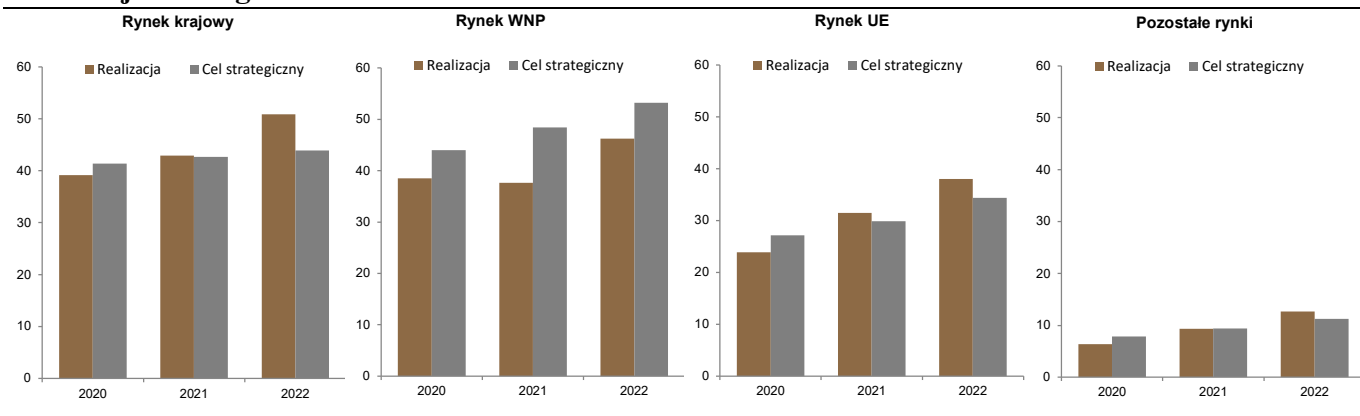
Wybrane dane finansowe (mln zł)	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	r/r	LTM	r/r	% progn. NS
<b>Przychody</b>	<b>31,8</b>	<b>29,9</b>	<b>35,8</b>	<b>42,0</b>	<b>40,1</b>	<b>26%</b>	<b>147,8</b>	<b>22%</b>	<b>103%</b>
Zysk brutto na sprzedaży	10,7	11,9	14,4	16,7	15,8	48%	58,8	34%	106%
rentowność	34%	40%	40%	40%	39%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

Źródło: Aplisens, P - prognozy Noble Securities

## NOWA STRATEGIA ROZWOJU NA LATA 2023-25

Z końcem 2022 r. Aplisens zakończył realizację strategii na lata 2020-22. Na poziomie przychodów wykonanie wyniosło 96% i było zbliżone do poziomu wykonani poprzednich 3-letnich planów strategicznych. Spółce udało się wykonać plan na rynku krajowym (104%), rynku unijnym (102%), oraz rynkach pozostałych (100%). Słabiej było tylko na rynkach WNP (84%), na co wpływ miał przede wszystkim wybuch wojny w Ukrainie, skutkujący obniżeniem sprzedaży w Rosji oraz na Białorusi. Co oczywiste, z uwagi na wojnę Spółka nie była w stanie w pełni wykorzystać potencjału rynku ukraińskiego.

## Realizacja strategii 2020-22

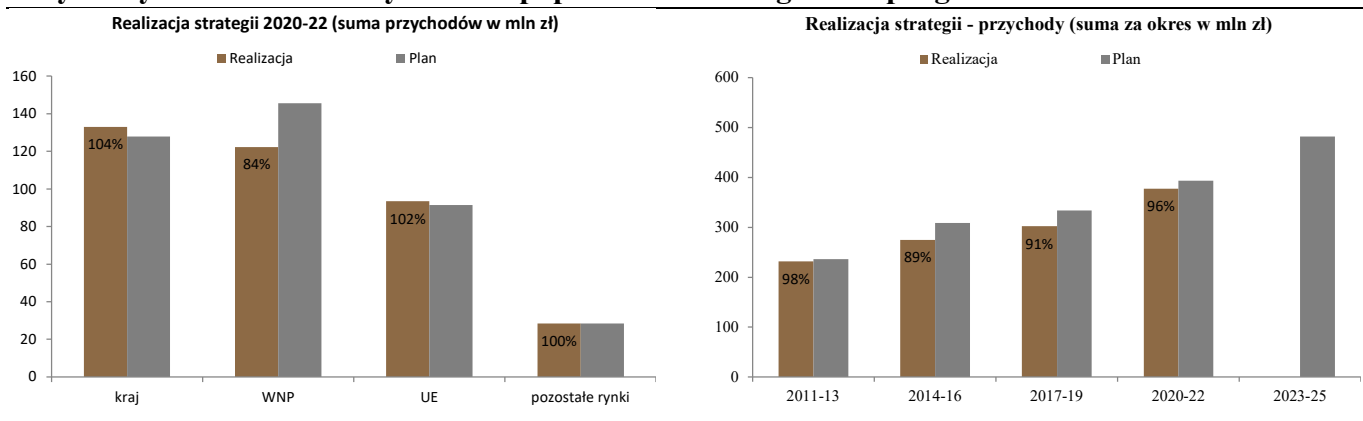


Źródło: Aplisens, Noble Securities

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

Prognozy na lata 2023-25 zakładają brak dochodów z rynku rosyjskiego (co obniża skonsolidowane przychody o ok. 20 mln zł) i w konsekwencji jedynie utrzymanie poziomu sprzedaży do krajów WNP (już po korekcie o przychody z Rosji). Nie uwzględniono powrotu na rynek rosyjski oraz rozwój rynku ukraińskiego w następstwie zakończenia działań wojennych. Przy takich założeniach przychody Grupy Kapitałowej mają wzrosnąć z ok. 128 mln zł w 2022 r. (baza dla prognoz po skorygowaniu o sprzedaż Aplisens Rosja) do ok. 180 mln zł w 2025 r.

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



Źródło: Aplisens, Noble Securities

Wraz ze wzrostem skali działalności poprawiać mają się zyski Grupy. Aplisens zakłada wzrost skonsolidowanego zysku EBITDA do ok. 47 mln zł w 2025 r. (vs ok. 40 mln zł w 2022 r., po korekcie o odpisy na Rosję). W naszych prognozach pozostajemy nieco bardziej konserwatywni szacując EBITDA w wysokości ok. 45 mln zł i zysk netto ok. 30 mln zł w roku 2025 (P/E=6,4x, EV/EBITDA=3,4x).

W obszarze inwestycji plany spółki na lata 2023-25 zakładają łączny CAPEX na poziomie ok. 33,5 mln zł (pozostałe 3 mln zł stanowią wydatki na kapitał obrotowy: po 1 mln zł rocznie). Aplisens przyjął stopniowe zwiększanie nakładów: od 9,5 mln zł w 2023 r. do 12,5 mln zł w 2025 r. Większość środków zostanie przeznaczona na rozwój własnych produktów i kompetencji (na R&D łącznie 9,6 mln zł, na zakup technologii ok. 21,5 mln zł). W strategii zapisano również pozyskanie nowych produktów poprzez akwizycje (rynek krajowy). Do pierwszej takiej transakcji powinno dojść już w I połowie br. (szerzej o przejęciu piszemy w dalszej części raportu).

Wydatki inwestycyjne będą zbliżone do prognozowanej przez NS amortyzacji (ok. 8 mln zł średniorocznie w omawianym okresie), dlatego też gros generowanego zysku będzie mógł być przeznaczony na wypłatę dla akcjonariuszy. W dokumencie strategicznym Aplisens zakłada utrzymanie polityki dywidendowej (min. 25% jednostkowego zysku netto) oraz kontynuację programu skupu akcji własnych.

## FINANSOWANIE ROZWOJU A TRANSFERY DO AKCJONARIUSZY

W naszych prognozach przyjęliśmy poziom nakładów inwestycyjnych zbliżony do zapisanych w strategii (wartości planowane przez spółkę skorygowaliśmy wskaźnikiem wykonania z ostatniej strategii, tj. 94%), choć należy liczyć się z przesunięciem przepływów finansowych z nimi związanych z uwagi możliwe opóźnienia w realizacji dostaw maszyn i technologii.

Dodatkowo uwzględniliśmy wydatki na przejęcia innych podmiotów. Niedawno Aplisens poinformował o podpisaniu umowy o prowadzenie procesu przejęcia krajowej spółki z branży Aparatury Kontrolno-Pomiarowej i Automatyki (AKPiA). Docelowo zamierza kupić 100% udziałów w tym podmiocie. Zawarcie umowy sprzedaży udziałów planowane jest na 2Q2023. Zaproponowana cena sprzedaży wynosi 12 mln zł i najprawdopodobniej zostanie w pełni zapłacona w momencie przejęcia kontroli nad spółką. Nabywany podmiot to firma o charakterze produkcyjno-handlowym, specjalizująca się w produkcji czujników, przetworników, mierników, regulatorów i rejestratorów oraz będąca dystrybutorem innych firm, w szczególności w zakresie obudów i złącz. Jego średnioroczne przychody za lata 2020-22 wyniosły 11,6 mln zł, a średnioroczny zysk netto w tym okresie wyniósł ok. 2 mln zł.

Uwzględniając wydatki akwizycyjne, Aplisens wyda na rozwój w 2023 r. łącznie ok. 21 mln zł. Kwota ta jest istotnie wyższa od średniej wartości CAPEX z ostatnich 3 lat (ok. 7,5 mln zł) i wpłynie na wysokość tegorocznych transferów do akcjonariuszy. Wcześniej liczyliśmy na dywidendę w wysokości co najmniej 1 zł/akcję (+ buyback na realizację programu motywacyjnego ok. 4 mln zł), obecnie zakładamy 0,75 zł/akcję dywidendy (+ buyback ok. 5 mln zł). Ewentualnego skupu akcji za kwotę powyżej 10 mln zł (jak było w latach poprzednich) spodziewamy się najwcześniej w 2024 r., choć biorąc pod uwagę ostatnie wzrosty kursu akcji spółki na GPW i zmniejszenie dyskonta względem wartości księgowej, bardziej prawdopodobne jest wyraźne zwiększenie dywidendy zamiast dużego buybacku.

## SZANSE i ZAGROŻENIA

- + Zakończenie konfliktu na Ukrainie: popyt na produkty spółki związany z odbudową infrastruktury na Ukrainie, zniesienie sankcji i powrót sprzedaży na rynku rosyjskim,
  - + Rozwój sprzedaży na bardzo chłonnym rynku USA, poszukiwanie nowych rynków geograficznych (Azja, Ameryka Płd.),
  - + Szanse biznesowe w nowych obszarach energetyki: produkcja, magazynowanie i przesył wodoru, instalacje ciśnieniowe w energetyce jądrowej,
  - + Wykorzystanie efektów synergii z nowo przejętym podmiotem z branży AKPiA,
  - + Dalsza poprawa efektywności produkcji i wykorzystanie efektów skali (szczególnie w zakładzie produkcyjnym w Radomiu),
  - + Niższe wydatki na energię (prąd, gaz) wynikające z rozbudowy własnych źródeł OZE (PV),
  - + Dodatkowe dochody finansowe z zagospodarowania nadwyżek gotówkowych,
  - + Zdolność do finansowania rozwoju i jednoczesnego utrzymania polityki transferów do akcjonariuszy (dywidenda i buyback).
- Wysoka baza wynikowa 2022 r. zagrożeniem dla utrzymania tempa wzrostu wyników w 2023 r.,
  - Rozszerzenie konfliktu na Wschodzie o kolejne kraje (np. Białoruś) i ryzyko utraty kontroli nad zakładem Aplisensa w Witebsku. Obecnie spółka białoruska (60% należy do Aplisens SA) generuje ok. 10 mln zł przychodów i 1,5-2 mln zł zysku netto rocznie. Obsługuje też część rynków WNP (posiada odpowiednie referencje i certyfikaty). Wartość tych aktywów w księgach spółki nie jest istotna,

- Ograniczenie dostępności komponentów wpływające negatywnie na terminowość realizacji zamówień,
- Ewentualne duże opóźnienia w dostawach maszyn i technologii (w ramach prowadzonych inwestycji rozwojowych) może mieć negatywny wpływ na wprowadzanie do oferty nowych produktów i osiągnięcie zakładanego tempa wzrostu sprzedaży.
- Zbyt duża fluktuacja kadry inżynierskiej uniemożliwiająca utrzymanie innowacyjnego charakteru produktów i tym samym obniżająca pozycję konkurencyjną spółki,

### **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 prospołecznych. Spółka nie prowadzi działalności sponsoringowej, charytatywnej lub innej o zbliżonym charakterze.



**ZMIANA PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH**

mln zł	2020	2021	2022	2023P	2023P	zmiana	2024P	2024P	zmiana	2025P	2025P	zmiana
				nowa	stara		nowa	stara		nowa	stara	
<b>Przychody</b>	<b>108,0</b>	<b>121,4</b>	<b>147,8</b>	<b>141,5</b>	<b>138,4</b>	<b>2%</b>	<b>158,2</b>	<b>148,3</b>	<b>7%</b>	<b>177,4</b>	<b>161,0</b>	<b>10%</b>
rynek krajowy	39,2	43,0	50,8	54,7	49,9	10%	61,6	51,4	20%	69,8		
rynek WNP	38,5	37,6	46,3	25,3	36,1	-30%	25,3	37,9	-33%	25,3		
rynek UE	23,9	31,5	38,1	37,9	38,9	-2%	43,4	42,8	1%	49,2		
pozostały eksport	6,4	9,4	12,6	23,4	13,5	74%	27,9	16,2	72%	33,0		
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>35,4</b>	<b>43,8</b>	<b>58,8</b>	<b>51,2</b>	<b>48,6</b>	<b>5%</b>	<b>59,1</b>	<b>52,0</b>	<b>14%</b>	<b>67,0</b>		
<i>rentowność</i>	<i>33%</i>	<i>36%</i>	<i>40%</i>	<i>36%</i>	<i>35%</i>		<i>37%</i>	<i>35%</i>		<i>38%</i>		
EBITDA	25,0	28,9	39,8	33,3	31,5	6%	39,7	33,9	17%	45,0	37,8	19%
<b>EBITDA skor.</b>	<b>25,0</b>	<b>28,9</b>	<b>39,8</b>	<b>33,3</b>	<b>31,5</b>	<b>6%</b>	<b>39,7</b>	<b>33,9</b>	<b>17%</b>	<b>45,0</b>	<b>37,8</b>	<b>19%</b>
<i>rentowność</i>	<i>23%</i>	<i>24%</i>	<i>27%</i>	<i>24%</i>	<i>23%</i>		<i>25%</i>	<i>23%</i>		<i>25%</i>	<i>23%</i>	
Amortyzacja	7,7	7,3	7,3	7,7	8,7	-12%	8,2	9,2	-11%	8,8	9,4	-7%
EBIT	17,4	21,6	26,0	25,6	22,8	12%	31,5	24,7	27%	36,2	28,4	27%
Działalność finansowa	0,1	-0,3	-0,2	0,2	0,2	16%	0,3	0,3	-14%	0,3	0,3	6%
Zysk netto	14,5	17,2	20,4	21,0	18,4	14%	25,7	18,7	38%	29,5	23,2	27%
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>12,6</b>	<b>17,2</b>	<b>27,0</b>	<b>21,0</b>	<b>18,4</b>	<b>14%</b>	<b>25,7</b>	<b>18,7</b>	<b>38%</b>	<b>29,5</b>	<b>23,2</b>	<b>27%</b>
<i>rentowność</i>	<i>12%</i>	<i>14%</i>	<i>18%</i>	<i>15%</i>	<i>13%</i>		<i>16%</i>	<i>13%</i>		<i>17%</i>	<i>14%</i>	
Inwestycje i akwizycje	6,6	5,8	9,6	20,8	13,0	60%	10,6	8,2	29%	11,5		
Dywidenda i buyback	5,0	14,5	19,0	8,5	11,3	-25%	10,6	9,3	14%	12,0		
<b>Dług netto</b>	<b>-27,6</b>	<b>-28,7</b>	<b>-23,3</b>	<b>-25,8</b>	<b>-29,8</b>	<b>-13%</b>	<b>-31,9</b>	<b>-36,4</b>	<b>-12%</b>	<b>-37,6</b>		
P/E	16,3	11,9	7,4	9,0	10,8		7,4	10,6		6,2	8,6	
EV/EBITDA	7,1	6,1	4,4	4,9	6,3		4,0	5,9		2,3	5,3	

Źródło: Aplisens, P - prognozy Noble Securities

Rachunek zysków i strat	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>108,0</b>	<b>121,4</b>	<b>147,8</b>	<b>141,5</b>	<b>158,2</b>	<b>177,4</b>
Zysk brutto na sprzedaży	35,4	43,8	58,8	51,2	59,1	67,0
Koszty sprzedaży	2,8	3,5	4,4	4,3	4,8	5,3
Koszty ogólnego zarządu	17,5	18,7	21,5	21,4	22,8	25,5
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	2,3	-0,1	-6,8	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>17,4</b>	<b>21,6</b>	<b>26,0</b>	<b>25,6</b>	<b>31,5</b>	<b>36,2</b>
Koszty i przychody finansowe netto	0,1	-0,3	-0,2	0,2	0,3	0,3
Zysk przed opodatkowaniem	17,5	21,3	25,9	25,8	31,7	36,5
Podatek dochodowy	2,6	3,3	5,1	4,5	5,7	6,8
Zysk netto przyp. akc. jedn. dominującej	14,5	17,2	20,4	21,0	25,7	29,5
<b>Zysk netto powtarzalny</b>	<b>12,6</b>	<b>17,2</b>	<b>27,0</b>	<b>21,0</b>	<b>25,7</b>	<b>29,5</b>
Amortyzacja	7,7	7,3	7,3	7,7	8,2	8,8
<b>EBITDA</b>	<b>25,0</b>	<b>28,9</b>	<b>39,8</b>	<b>33,3</b>	<b>39,7</b>	<b>45,0</b>

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

Bilans	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Aktywa</b>	<b>182,7</b>	<b>192,6</b>	<b>202,4</b>	<b>207,2</b>	<b>224,4</b>	<b>242,7</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>102,3</b>	<b>100,3</b>	<b>96,6</b>	<b>107,6</b>	<b>110,0</b>	<b>112,7</b>
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	93,1	92,0	89,8	91,0	93,3	96,0
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Inne aktywa trwałe	6,3	5,4	3,9	13,8	13,8	13,8
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>80,4</b>	<b>92,3</b>	<b>105,8</b>	<b>99,6</b>	<b>114,4</b>	<b>130,0</b>
Zapasy	38,8	43,2	59,1	50,4	56,4	63,2
Należności handlowe	13,9	20,4	23,2	23,3	26,0	29,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	27,6	28,8	23,5	25,9	32,1	37,7
Inne aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pasywa</b>	<b>182,7</b>	<b>192,6</b>	<b>202,4</b>	<b>207,2</b>	<b>224,4</b>	<b>242,7</b>
<b>Kapitał własny razem</b>	<b>170,4</b>	<b>176,9</b>	<b>182,5</b>	<b>187,9</b>	<b>203,6</b>	<b>220,2</b>
<b>Zobowiązania długookresowe</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	0,0	0,0	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>7,3</b>	<b>9,5</b>	<b>13,2</b>	<b>12,6</b>	<b>14,1</b>	<b>15,8</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	5,6	6,7	9,4	9,0	10,0	11,2
Inne	1,6	2,8	3,8	3,6	4,1	4,6

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

Rachunek przepływów pieniężnych	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Zysk netto przed opodatkowaniem	17,5	21,3	25,9	25,8	31,7	36,5
Amortyzacja	7,7	7,3	7,3	7,7	8,2	8,8
Zmiana kapitału obrotowego	2,3	-8,6	-15,1	8,1	-7,2	-8,3
Zapłacony podatek dochodowy	-1,6	-1,5	-2,8	-3,3	-5,7	-6,8
<b>CF operacyjny</b>	<b>25,3</b>	<b>20,9</b>	<b>22,1</b>	<b>38,0</b>	<b>26,7</b>	<b>30,0</b>
CAPEX	-6,6	-5,8	-9,6	-8,8	-10,6	-11,5
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	-12,0	0,0	0,0
Dezynwestycje i inne	0,0	-4,4	8,6	-8,2	-5,2	-4,6
<b>CF inwestycyjny</b>	<b>-19,1</b>	<b>-9,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>-29,1</b>	<b>-15,8</b>	<b>-16,1</b>
Zmiana kapitału	-2,0	-8,3	-10,5	-5,4	-4,9	-5,8
Zmiana zadłużenia odsetkowego	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-5,9	-14,5	-18,9	-13,9	-15,4	-17,7
<b>CF finansowy</b>	<b>-2,8</b>	<b>-13,7</b>	<b>-17,6</b>	<b>-14,0</b>	<b>-15,4</b>	<b>-17,7</b>
<b>CF</b>	<b>3,5</b>	<b>-2,5</b>	<b>3,6</b>	<b>-5,1</b>	<b>-4,5</b>	<b>-3,8</b>
Stan środków pieniężnych na początek okresu	9,0	12,5	10,0	13,6	8,5	4,0
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	12,4	10,0	13,6	8,5	4,0	0,2

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

Wybrane wskaźniki	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża EBITDA	23,2%	23,8%	26,9%	23,5%	25,1%	25,4%
marża EBIT	16,1%	17,8%	17,6%	18,1%	19,9%	20,4%
marża netto	13,8%	14,8%	14,0%	15,1%	16,5%	16,8%
Dług netto	-28	-29	-23	-26	-32	-38
Dług netto/EBITDA	-1,1	-1,0	-0,6	-0,8	-0,8	-0,8
Liczba akcji	11,9	11,9	11,5	10,9	10,9	10,9
Dywidenda na akcję	0,45	0,60	0,74	0,96	1,09	1,30
P/BV	1,2	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9

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

Roczne stopy wzrostu	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	-9%	12%	22%	-4%	12%	12%
EBITDA	0%	15%	15%	-16%	19%	13%
EBIT	0%	24%	20%	-2%	23%	15%
Zysk netto	-11%	37%	57%	-22%	22%	14%

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

**OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM**

**BV** – wartość księgowa  
**EV** – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto  
**EBIT** – zysk operacyjny  
**CF (CFO)** – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej  
**NOPAT** – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku  
**EBITDA** – zysk operacyjny powiększony o amortyzację  
**EBITDAA** – EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli  
**EPS** – zysk netto przypadający na 1 akcję  
**DPS** – dywidenda przypadająca na 1 akcję  
**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 porównywalnych). Do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych), subiektywizm w doborze grupy porównywalnych firm oraz uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych parametrów (np. tempo wzrostu, corporate governance, aktywa pozaoperacyjne, różnice w standardach rachunkowości).

**INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGLYBY 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”/„Regulacje”/„Polityka informacyjna”.

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

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

NS posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres. NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie Raportów wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Raportów. Zakazane jest przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Raportu, proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Raportu, zawierającego treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący zasad zawierania transakcji osobistych przez osoby zaangażowane, który m.in. zabrania wykorzystywania do transakcji osobistych informacji uzyskanych w związku z wykonywanymi czynnościami służbowymi. Ponadto Analitycy nie mogą zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów

finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz w przypadku, gdy NS rozpoczyna lub prowadzi prace nad emisją instrumentów finansowych Emitenta od czasu powzięcia przez Analityka informacji w tym zakresie do czasu opublikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty..

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

#### POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

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

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

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

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

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

#### Raport

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

#### UWAGI KOŃCOWE

Analityk sporządzający Raport: Michał Sztabler

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 21.04.2023, godz. 13.00. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 21.04.2023, godz. 13.10.

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.

Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca Aplisens SA						
Rekomendacja/aktualizacja	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Data wydania	02.06.2020	11.12.2020	08.06.2021	31.08.2021	06.06.2022	06.12.2022
Kurs z dnia rekomendacji	9,80	11,20	12,80	13,10	14,10	14,40
Cena docelowa/Wycena	15,8	18,0	17,5	17,8	16,0	18,3
WIG w dniu rekomendacji	48 879,21	55 501,03	66 497,71	70 930,15	57 588,05	55 908,34

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)
Amica	Akumuluj	84,8	79,7	78,30	8%	24.03.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Dino Polska	Redukuj	358,6	415,5	397,10	-10%	21.03.2023	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Kupuj	18,7	13,8	17,79	5%	21.03.2023	9M	Dariusz Dadej
Pepco Group	Akumuluj	50,1	43,7	39,68	26%	20.02.2023	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Kupuj	72,5	52,8	41,30	76%	27.01.2023	9M	Michał Sztabler
Molecure	Kupuj	20,8	14,7	24,00	-13%	05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	30,9	15,1	13,84	123%	05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	192,0	164,0	160,00	20%	05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	85,4	54,6	58,00	47%	05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Forte	Trzymaj	21,3	21,0	26,20	-19%	03.01.2023	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Kupuj	51,5	38,2	41,30	25%	28.12.2022	9M	Michał Sztabler
Wielton	Trzymaj	6,6	6,7	8,70	-24%	28.12.2022	9M	Michał Sztabler
TIM	nd	37,9	28,2	49,00	-23%	12.12.2022	24M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	18,3	14,4	17,40	5%	06.12.2022	24M	Michał Sztabler
Apator	Redukuj	12,9	15,0	16,16	-20%	06.12.2022	9M	Michał Sztabler
Sonel	nd	10,2	9,7	10,85	-6%	06.12.2022	24M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Kupuj	371,7	293,0	288,00	29%	26.10.2022	24M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Trzymaj	30,5	30,6	41,30	-26%	20.10.2022	9M	Michał Sztabler
Selvita	Akumuluj	97,5	86,0	77,00	27%	20.10.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Ailleron	nd	17,5	12,0	20,90	-16%	17.10.2022	24M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	29,6	16,1	19,50	52%	07.10.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	4,7	3,8	3,58	31%	06.09.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Redukuj	286,8	351,5			10.08.2022	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	13,0	12,1			10.08.2022	9M	Dariusz Dadej
Amica	Trzymaj	69,7	71,4			05.08.2022	9M	Michał Sztabler
Wielton	Redukuj	4,9	5,5			12.07.2022	9M	Michał Sztabler
Krynicky Recykling (4)	nd	20,9	22,6			04.07.2022	24M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Kupuj	163,0	116,0			28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	29,3	14,9			28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	21,7	13,2			28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	51,8	23,5			28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
CD Projekt	Zawieszona	nd				24.06.2022	9M	Maciej Kietliński
Ten Square Games	Zawieszona	nd	117,0			24.06.2022	9M	Maciej Kietliński
Apator	Redukuj	12,2	14,8			06.06.2022	9M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	16,0	14,1			06.06.2022	24M	Michał Sztabler
Sonel	nd	10,2	9,8			06.06.2022	24M	Michał Sztabler
TIM	nd	54,3	31,4			06.06.2022	24M	Michał Sztabler
11 bit studios	Zawieszona	nd	502,0			18.05.2022	9M	Maciej Kietliński
Forte	Akumuluj	38,9	33,0			13.05.2022	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	33,1	19,0			02.05.2022	24M	Krzysztof Radojewski

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia,

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

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

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

**DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA**

**Sobiesław Kozłowski, MPW**

sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

**Krzysztof Radojewski**

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 35

Biotechnologia

**Michał Sztabler**

michal.sztabler@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

**Dariusz Dadej**

dariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel: +48 22 660 24 83

mobile: +48 781 910 497

Handel detaliczny, spółki przemysłowe

**Dariusz Nawrot**

dariusz.nawrot@noblesecurities.pl

tel: +48 783 931 515

**Mateusz Chrzanowski**

mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl

**Krzysztof Ojczyk, MPW**

krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna