

## Ailleron – wysokie dynamiki wzrostu utrzymane

Spółka utrzymuje bardzo wysokie dynamiki wzrostu wyników na poziomie skonsolidowanym, a Zarząd nie widzi w przewidywalnej przyszłości ryzyka spadku przychodów. Plany dalszego rozwoju dominującego segmentu Technology Services, jak również zapowiadane działania dotyczące dwóch pozostałych segmentów oceniamy pozytywnie. Widząc szybki rozwój podnosimy prognozy przychodów na najbliższe lata oraz korygujemy parametry w DCF. W konsekwencji wyceniamy spółkę w horyzoncie 24-miesięcznym na 17,5 zł/akcję, co daje 46% potencjał wzrostowy.

### Dobre wyniki 2Q22

Główny wpływ na wyniki osiągnięte w 2 kwartale 2022 roku miała znaczna poprawa w dominującym segmencie Technology Services. Zdecydowanie bardzo dobrze należy ocenić wyniki na poziomie skonsolidowanym. Przychody ukształtowały się 66% powyżej naszych prognoz, EBIT i EBITDA 2% poniżej. Zysk netto wyniósł 8,5 mln zł vs 4,3 mln zł prognozowane przez nas. Zwraca uwagę istotne pogorszenie marży – brutto spada o 5,2 p.p. do 23,9%, natomiast rentowność EBITDA spada o 5,6 p.p. do 10%. Jest to jednak związane ze zdarzeniami jednorazowymi obciążającymi wyniki okresu w postaci kosztów M&A w SG&A oraz fakturowaniem przyszłych okresów w przejmowanych spółkach.

### Wzrost eksportu w przychodach

W coraz większym stopniu (85%), sprzedaż realizowana jest poza granicami Polski. Sprzedaż exportowa wzrosła w 1H22 do blisko 135 mln zł i osiągnęła dynamikę ponad 179%. Sukcesywny przyrost eksportu jest konsekwencją rosnącego udziału biznesu Technology Services, który jest niemal w 100% biznesem exportowym, a także rosnącego udziału eksportu w takich produktach jak LB (LiveBank). Ailleron kładzie nacisk na rozwój w kilku kluczowych kierunkach, przede wszystkim są to: Europa Zachodnia, Azja Południowo-Wschodnia oraz USA – czyli rynki, gdzie można osiągać wyższe marże.

### Rozwój Financial Technology Services (FTS)

Spółka zapowiada sprzedaż usług technology – services do banków oraz firm sektora finansowego wykorzystując swoje doświadczenie w zakresie dostarczania usług technology-services (rekrutacja oraz budowanie zespołów IT) oraz w wytwarzaniu produktów dla sektora finansowego. Sprzedaż usług ma następować w modelu Time & Material przy stabilnej rentowności (docelowo 20% marży EBITDA).

### Zmiany w FinTech i segmencie hotelowym

Zarząd zapowiada rewizję planów inwestycyjnych w produkt LiveBank SaaS, łącznie z opcją renegotiacji problematycznej umowy z Pekao SA. po zakończeniu jej pierwszego etapu. Za pierwszą oznakę transformacji FinTech-u uznajemy ostatnie zmiany dokonane w zarządzie spółki. Dodatkowo trwają negocjacje dotyczące segmentu hotelowego - MBO (management buy-out) iLumio, czyli platformy integrującej m.in. funkcje rezerwacyjne oraz telewizję hotelową. Decyzje w tym zakresie mają zostać podjęte jeszcze na przestrzeni 2022 roku.

**Wartość akcji Ailleron oszacowana została na podstawie wyceny metodami: DCF (11,1 zł) oraz porównawczą (15,4 zł), co po zważeniu powyższych wycen równymi wagami dało 24-miesięczną cenę docelową równą 17,5 zł.**

mln zł	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	156	217	393	447	476
EBITDA	24	36	53	55	59
zysk netto jedn. dom.	9,4	7	9	10	12
EPS	0,72	0,57	0,66	0,78	0,94
DPS	0,0	0,0	0,1	0,9	1,4
P/E (x)	15,2	19,8	17,3	14,8	12,6
EV/EBITDA (x)	6,5	4,0	6,5	6,4	6,1

Źródło: Spółka, Noble Securities, P - prognoza Noble Securities

**NOBLE**  
**SECURITIES**  
DOM MAKLERSKI

Cena bieżąca	12,0 zł
<b>Wycena</b>	<b>17,5 zł</b>
Potencjał wzrostu	+46%
Kapitalizacja	148 mln zł
Free float	31,6%
Śr. wolumen 6M	4 664



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

### PROFIL SPÓŁKI

Działalność grupy Ailleron koncentruje się na dostarczaniu wyspecjalizowanych produktów dla branży finansowej, telekomunikacyjnej i hotelarskiej. Oferta grupy to interaktywne finanse (LiveBank), wykorzystanie multimediiów w trakcie czasu wolnego. Grupa zajmuje się także outsourcingiem usług informatycznych świadczonych zarówno w kraju, jak i dla klientów międzynarodowych.

### STRUKTURA AKCJONARIATU

IFF SA i podm. powiązane	23,6%
Dariusz Orłowski i pow.	23,3%
ESALIENS TFI	10,5%
Grzegorz Młynarczyk	5,7%
Allianz TFI	5,2%
Pozostali	31,6%

Źródło: Spółka, Stooq.pl

**Dariusz Dadej**

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

**+48 602 445 334**

---

**Spis treści**

<b>WYCENA</b> .....	3
WYCENA METODĄ DCF .....	3
WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ .....	5
<b>OSTATNIE ISTOTNE WYDARZENIA</b> .....	5
<b>AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH</b> .....	6
<b>POZIOM ZADŁUŻENIA W AILLERON</b> .....	7
<b>GLÓWNE ZAGROŻENIA I RYZYKA</b> .....	7
<b>GLÓWNE SZANSE</b> .....	8
<b>DANE OPERACYJNE</b> .....	8
ZATRUDNIENIE W GRUPIE AILLERON .....	8
STRUKTURA GK .....	9
SEZONOWOŚĆ PRZYCHODÓW .....	10
GLÓWNE SEGMENTY PRZYCHODOWE I RENTOWNOŚCI .....	10
<b>PODSUMOWANIE WYNIKÓW 2Q22</b> .....	12
<b>POLITYKA DYWIDENDOWA</b> .....	13
<b>ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ, ŁAD KORPORACYJNY (ESG)</b> .....	13

**WYCENA**

Akcje Ailleron wyceniliśmy przy wykorzystaniu 2 metod: DCF oraz porównawczej przypisując im równe wagi wyznaczając 24 miesięczną cenę docelową równą 17,5 zł. Zwracamy uwagę, że w kalkulacji Program Opcji Menedżerskich przyjęty przez NWZA w dniu 24 września 2021 roku uwzględniamy w całości tj. zakładamy emisję 821 076 nowych akcji.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana %
Wycena DCF	0,50	11,1	18,0	-38%
Wycena porównawcza	0,50	15,4	14,1	9%
Średnia ważona metod		13,3	16,1	-18%
<b>Cena docelowa (24M)</b>		<b>17,5</b>	<b>19,1</b>	<b>-8%</b>
Cena aktualna		12,0	11,4	5%
Potencjał		46%	68%	

Źródło: Noble Securities

**WYCENA METODĄ DCF**

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na początek października 2022 roku (poprzednio początek marca 2022 roku),
- Poziom długu netto na dzień 31.12.2021 r. w wysokości -87 mln zł (bez zmian),
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 1,0% (bez zmian),
- Efektywna stopa podatkowa na poziomie 28% (poprzednio 27%),
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 7,73% (poprzednio 4,00%), premia za ryzyko w wysokości 7,19% (poprzednio 5,08%), dług netto / EV 10% (poprzednio 5%), koszt długu 7,5% (poprzednio 5,5%), beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

**WYCENA DCF**

DCF	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży	392,7	446,9	475,7	515,7	553,5	588,1	618,6	644,2	664,2	677,9
NOPAT	29,1	30,5	33,6	37,7	41,8	45,9	49,8	53,4	56,7	59,5
Amortyzacja	12,4	12,5	12,5	12,6	12,7	12,8	12,8	12,9	13,0	13,0
Zmiany KON	-20,2	-9,4	-8,6	-5,4	-4,9	-4,2	-3,4	-2,5	-1,6	-0,6
CAPEX	-194,9	-8,2	-8,6	-9,0	-9,5	-10,0	-10,7	-11,3	-12,1	-13,0
<b>FCFF</b>	<b>-173,5</b>	<b>25,3</b>	<b>29,0</b>	<b>35,9</b>	<b>40,1</b>	<b>44,4</b>	<b>48,5</b>	<b>52,4</b>	<b>56,0</b>	<b>59,1</b>
WACC	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>
Współczynnik dyskonta	0,97	0,85	0,75	0,66	0,58	0,51	0,44	0,39	0,34	0,30
DFCF	-168,9	21,6	21,7	23,6	23,1	22,5	21,6	20,4	19,2	17,7
SUMA DFCFF do 2031	22									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	1,0%									
Wartość rezydualna na 2031	460									
Zdyskontowana wartość rezydualna	138									
Wartość Firmy (EV)	160									
Dług netto 31.12.2021	-87									
Udziałowcy mniejszościowi	101									
Wartość kapitałów własnych	147									
Liczba akcji (w mln.)	13,2									
Wartość na 1 akcję	11,1									

Źródło: Noble Securities

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-1%	0%	1%	2%	3%
WACC - 1,0%	11,6	12,5	13,6	14,9	16,4
WACC - 0,5%	10,5	11,4	12,3	13,4	14,7
WACC	9,5	10,3	11,1	12,1	13,3
WACC + 0,5%	8,6	9,3	10,0	10,9	11,9
WACC + 1,0%	7,7	8,3	9,0	9,8	10,7

Poniżej prezentujemy analizę wrażliwości modelu DCF w zależności od stopy wolnej od ryzyka oraz premii za ryzyko:

Analiza wrażliwości					
	Stopa wolna od ryzyka				
	5,7%	6,7%	7,7%	8,7%	9,7%
MRP - 2%	22,7	19,0	15,9	13,3	11,1
MRP - 1%	19,0	15,9	13,3	11,1	9,2
MRP	15,9	13,3	11,1	9,2	7,6
MRP + 1%	13,3	11,1	9,2	7,6	6,1
MRP + 2%	11,1	9,2	7,6	6,1	4,8

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	7,73%	7,73%	7,73%	7,73%	7,73%	7,73%	7,73%	7,73%	7,73%	7,73%
Premia za ryzyko	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%
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>14,9%</b>	<b>14,9%</b>	<b>14,9%</b>	<b>14,9%</b>	<b>14,9%</b>	<b>14,9%</b>	<b>14,9%</b>	<b>14,9%</b>	<b>14,9%</b>	<b>14,9%</b>
Efektywna stopa podatkowa	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
Koszt długu	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
Koszt długu po tarczy	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%
Dług netto/EV	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>WACC</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analizę porównawczą oparliśmy o wybrane spółki polskie i zagraniczne. Z przeprowadzonej analizy z wykorzystaniem wskaźników P/E oraz EV/EBITDA na lata 2022-2024 wynika, że spółka notowana jest z dyskontem na bazie obu wskaźników w stosunku do spółek porównywalnych. Do wyceny uwzględniamy wskaźniki P/E i EV/EBITDA w równych wagach.

Poniżej zaprezentowane jest podsumowanie wyceny porównawczej:

Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
ASSECOBS	969	11,5	10,1	9,4	7,6	6,8	6,4
COMARCH	1 129	10,5	9,8	8,6	3,5	3,4	3,0
NEOGRID PARTICIP	365	68,8	34,4	20,6	3,2	1,4	
ACCELYA SOLUTION	951						
BILOT OYJ							
LSISOFT	34						
ECKOH PLC	675	27,7	21,8	20,8	18,6	12,7	11,1
SYLOGIST LTD	492	43,2	22,5	14,7	8,0	7,3	5,7
ZEDGE INC-B	161	6,0		7,5			
LIVECHAT SOFTWARE	2 724		17,3	15,3		14,5	12,8
WEDIA	114	38,2	21,7	12,6	7,0	5,1	3,8
PROLOGUE - REG							
IT LINK SA	203	11,7	10,9	10,3	5,0	4,7	4,5
<b>ŚREDNIA</b>		<b>27,2</b>	<b>18,6</b>	<b>13,3</b>	<b>7,6</b>	<b>7,0</b>	<b>6,7</b>
Ailleron	148	17,3	14,8	12,6	6,5	6,4	6,1
Premia/dyskonto do średniej (%)		-36%	-20%	-5%	-14%	-8%	-9%
Implikowana wartość godziwa Ailleron		18,8	15,0	12,7	16,6	14,5	14,8
Implikowana wartość godziwa Ailleron					<b>15,4</b>		

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na: 2022.10.17 12:20

## OSTATNIE ISTOTNE WYDARZENIA

- Podpisanie umowy na wdrożenie iLumio w pierwszych 2 hotelach grupy Wild Arctic Resorts Oy w Finlandii.** W dniu 25 kwietnia 2022 wpłynęła do Spółki umowa podpisana z grupą Wild Arctic Resorts Oy z Finlandii na wdrożenie aplikacji mobilnej iLumio w 2 hotelach. Umowa dotyczy wdrożenia aplikacji dostępnej na platformach iOS i Android oraz systemu iLumio CMS, przeznaczonego dla obsługi hotelowej. Aplikacja mobilna dla grupy Wild Arctic Resorts Oy będzie umożliwiała rezerwację pokoi, pełny automatyczny bezkontaktowy meldunek w hotelu, otwieranie drzwi za pomocą smartfona, płatności mobilne za usługi hotelarskie i posiłki oraz szereg marketingowych oraz operacyjnych usprawnień, takich jak live chat, ankiety, rezerwacje atrakcji etc. Podpisana umowa jest elementem większej inwestycji grupy hotelowej w rozwiązania smart dla swojej sieci i jednocześnie łączy się ze strategią ekspansji, która przewiduje dodanie kolejnych resortów w ciągu 2 lat. Grupa planuje otwarcie kolejnych hoteli w 2022-2023, w których aplikacja iLumio również zostanie wdrożona. Podpisany kontrakt otwiera dodatkowo możliwość sprzedaży innych produktów Ailleron w ramach tej samej sieci hotelowej – takich jak iLumioTV i interactive kiosk. Wild Arctic Resorts Oy to Grupa założona 1986, która obsługuje ponad milion pobyków wakacyjnych rocznie. Ośrodki wypoczynkowe Grupy znajdują się w Finlandii, Szwecji i Hiszpanii.
- Zawarcie aneksu do umowy kredytowej z mBank.** W dniu 20 czerwca 2022 Spółka podpisała aneks z mBank S.A. O przedmiotowej umowie kredytowej Spółka informowała w raporcie bieżącym ESPI nr 17/2021 z dnia 25 czerwca 2021 roku. Na podstawie zawartego aneksu do umowy kredytowej przedłużeniu uległ okres na jaki Spółce zostało udzielone finansowanie. Zgodnie z brzmieniem zapisów aneksu kredyt został udzielony do dnia 22 czerwca 2023 roku z możliwością, aby termin ważności udzielonych gwarancji wykraczał poza termin ważności linii i nie przekraczał dnia 21 czerwca 2024 roku.

- **Testy akceptacyjne ostatniego release (R6) Etapu 1 w projekcie realizowanym zgodnie z podpisaną umową z Bankiem Pekao S.A. na wdrożenie internetowej i mobilnej bankowości dla firm.** W dniu 03.10.2022 r. Spółka oddała do testów akceptacyjnych Banku ostatni release (R6) Etapu 1 w projekcie realizowanym zgodnie z podpisaną umową z Bank Pekao S.A. na wdrożenie internetowej i mobilnej bankowości dla firm. Z punktu widzenia Spółki jest to realizacja kluczowego, istotnego etapu zaawansowania prac nad projektem. Etap 1 projektu w ocenie Spółki umożliwia obsługę małych i średnich przedsiębiorstw przez Bank. Tym samym został osiągnięty bardzo istotny kamień milowy kontraktu. Dalsze etapy prac to w szczególności rozwój systemu dla dużych przedsiębiorstw. W ramach Etapu 1 zaimplementowano moduły systemu oraz wymagania wynikające bezpośrednio z zakresu przedmiotu umowy, jak również rozszerzenia zakresu wynikające ze składanych przez Bank Pekao S.A. zleceń. Założone prace postępują zgodnie z ustalonym harmonogramem. Przewidywany termin zakończenia testów UAT to 09.12.2022 r.
- **Zmiany w składzie Zarządu.** W dniu 6 października 2022 roku do Spółki wpłynęła rezygnacja Pana Piotra Skrabskiego z funkcji Członka Zarządu. Piotr Skrabski poinformował, że przyczyną złożenia rezygnacji są powody osobiste. Jednocześnie w dniu 6 października 2022 roku Rada Nadzorcza Spółki podjęła uchwałę na mocy której z dniem 6 października 2022 roku powierza Panu Marcinowi Dąbrowskiemu, pełniącemu dotychczas funkcję Członka Zarządu, funkcję Wiceprezesa Zarządu Spółki, Dyrektora Operacyjnego.

## AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH

Wybrane dane finansowe (mln zł)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	r/r	3Q22P	4Q22P	2021	2022P	r/r
<b>Przychody</b>	<b>39,0</b>	<b>46,2</b>	<b>60,2</b>	<b>71,4</b>	<b>76,7</b>	<b>101,7</b>	120%	<b>98,6</b>	<b>115,6</b>	<b>216,8</b>	<b>392,7</b>	81%
zysk brutto na sprzedaży	11,7	13,5	17,6	27,6	22,3	24,3	81%	27	36	<b>70,4</b>	<b>109,0</b>	55%
rentowność	29,9%	29,1%	29,3%	38,7%	29,1%	23,9%		27,2%	30,7%	32,5%	27,8%	-15%
koszty sprzedaży	-3,8	-4,1	-5,4	-7,8	-5,2	-6,9	68%	-8,4	-11,2	-21,1	-31,7	50%
koszty ogólnego zarządu	-3,7	-4,7	-5,8	-7,7	-7,4	-10,4	123%	-9,2	-9,2	-21,8	-36,3	66%
pozostałe przychody operacyjne	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,1		0,0	0,0	0,1	0,1	46%
pozostałe koszty operacyjne	-0,1	-0,2	0,1	0,0	-0,4	-0,1		0,0	-0,2	-0,1	-0,7	470%
<b>EBIT</b>	<b>4,1</b>	<b>4,5</b>	<b>6,5</b>	<b>12,3</b>	<b>9,4</b>	<b>7,0</b>	58%	<b>9,1</b>	<b>14,9</b>	<b>27,4</b>	<b>40,5</b>	48%
<b>EBITDA</b>	<b>6,2</b>	<b>7,2</b>	<b>7,9</b>	<b>14,4</b>	<b>12,2</b>	<b>10,2</b>	41%	<b>12,3</b>	<b>18,3</b>	<b>35,8</b>	<b>52,9</b>	48%
przychody i koszty finansowe	-1,4	0,2	-0,7	0,2	-3,2	3,8		-2,9	-2,9	-1,8	-5,3	191%
zysk brutto	2,7	4,7	5,8	12,5	6,2	10,8	133%	6,2	12,0	25,6	35,2	37%
podatek	0,9	2,4	1,8	3,5	2,2	2,3	-2%	1,8	3,4	8,6	9,7	12%
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>	<b>4,0</b>	<b>9,0</b>	<b>4,0</b>	<b>8,5</b>	271%	<b>4,5</b>	<b>8,6</b>	<b>17,0</b>	<b>25,6</b>	50%
<b>Zysk (strata) netto j.d.</b>		<b>1,9</b>	<b>1,0</b>	<b>4,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>3,0</b>	58%	<b>1,5</b>	<b>2,9</b>	<b>7,5</b>	<b>8,7</b>	17%

Źródło: Ailleron, P - prognoza Noble Securities

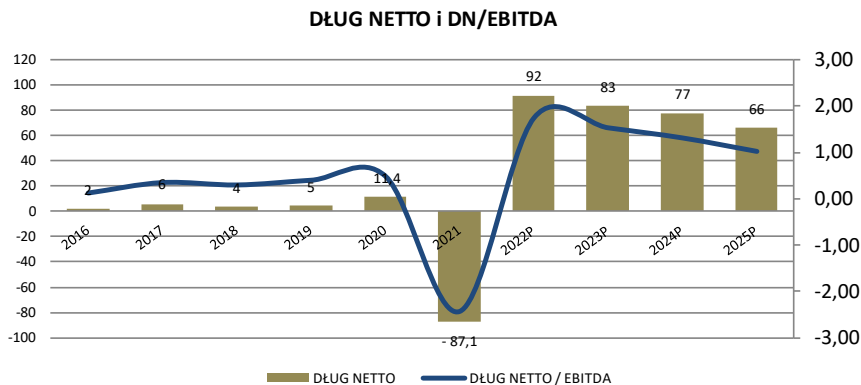
Ze względu na wyniki raportowane za 1H22 znacznie przekraczające nasze wcześniejsze założenia podwyższamy nasze prognozy dotyczące sprzedaży i prognozujemy 81 % wzrost do 392,7 mln zł w 2022 roku oraz 446,9 mln zł w 2023. W wynikach za pierwsze półrocze 2022 roku konsolidowane są wyniki, od momentu przejęcia, zrealizowanych przez Software Mind akwizycji. Mowa tutaj o nabyciu udziałów w takich podmiotach jak Virtual Mind, Code Factory czy Chmurowisko. Konsolidacja następuje od marca 2022 roku. W związku z powyższym Q2 2022 roku jest pełnym okresem kiedy następuje konsolidacja tych podmiotów na poziomie Grupy Ailleron. Uwzględniając środki własne i dostępny potencjalny dług, spółka ma do dyspozycji jeszcze prawie 100 mln zł na przejęcia. Jak podał prezes, cele akwizycyjne działają w analogicznym modelu jak Software Mind i notują rentowność EBITDA na poziomie 20-30 proc. lub wyższą, w przypadku mniejszych podmiotów. Dlatego też na cały 2022 i 2023 roku wg naszych prognoz EBITDA powinna osiągnąć odpowiednio 52,9 i 54,8 mln zł. Przy tych założeniach rentowność EBITDA wyniesie w 2022 roku 13,5 % natomiast 12,83% w 2023. W przypadku zysku netto zakładamy w 2022 osiągnięcie 25,6 mln zł, a na 2023 rok 25,2 mln zł. Zaznaczyć należy, że Zarząd informował, iż grupa zamierza rozpocząć po wdrożeniu 1 Etapu umowy negocjacje z Bankiem Pekao SA, co ostatecznie może oznaczać, że FinTech powinien zacząć trwale dokładać się do wyniku netto dla akcjonariuszy dominujących. Dodatkowo spółka zapowiada rozwój Financial Technology Services (FTS) – sprzedaż usług technology – services do banków oraz firm sektora finansowego w modelu Time & Material (T&M) przy docelowej rentowności EBITDA 20%. Również w przypadku segmentu HotelTech, do tej pory negatywnie wpływającego na wynik, trwają negocjacje dotyczące MBO (management buy-out) iLumio. Spodziewamy się pozytywnych rozstrzygnięć w obu przypadkach. W dalszym ciągu największe szanse na dynamiczną poprawę widzimy w dominującym segmencie Enterprise Services związane z dokapitalizowaniem przez Enterprise Investors i zapowiadany dalszymi planami rozwoju Software Mind. Pozytywnie oceniamy również potencjał rozwoju FinTech-u, po uregulowaniu spraw dotyczących umowy z Pekao SA. W dalszym ciągu w roku 2022 i w latach kolejnych głównym kierunkiem rozwoju ma być zagranica. Ailleron wdraża swoje rozwiązania już w ponad 30 krajach na pięciu kontynentach i chce mocniej postawić na ekspansję w krajach niemieckojęzycznych takich jak Niemcy, Austria czy Szwajcaria. Równocześnie Spółka rozwija też działalność w Stanach Zjednoczonych i chce tam zwiększać swój udział. Eksport w przychodach Spółki sukcesywnie rośnie - stanowi już ponad 83 % - i taki trend Ailleron chce utrzymać na przyszłość.

	2022 Stara	2022 Nowa	zmiana	2023 Stara	2023 Nowa	zmiana
Przychody	262,9	392,7	49%	291,4	446,9	53%
zysk brutto na sprzedaży	77,6	109,0	40%	86,0	127,1	48%
marża brutto na sprzedaży brutto na sprzedaży	29,5%	27,8%		29,5%	28,5%	
koszty sprzedaży	28,3	31,7	12%	29,1	43,5	50%
EBITDA	38,1	52,9	39%	48,5	54,8	13%
EBIT	25,8	40,5	57%	31,7	42,3	34%
Zysk netto	15,4	25,6	66%	18,0	25,2	40%
Zysk netto j.d.	7,7	8,7	13%	9,3	10,3	11%

Źródło: Noble Securities

## POZIOM ZADŁUŻENIA W AILLERON

Dług netto ze względu na przeprowadzone akwizycje wzrósł w 2Q22 do 8,9 mln zł z -89,1 mln zł na koniec 2020 roku i w odniesieniu do 12 mies. EBITDA wyniósł 0,20x vs -2,49x w 4Q20. Jednakże jest to poziom całkowicie bezpieczny dla wypłacalności spółki. Obecnie jest ona w stanie w całości regulować swoje zobowiązania środkami obrotowymi. Biorąc jednak pod uwagę zapowiadane dalsze akwizycje, należy założyć, że DN/EBITDA może kształtować się blisko 2,0 na koniec 2022 roku.



Źródło: Spółka, oprac. Noble Securities, P - prognoza Noble Securities

## GLÓWNE ZAGROŻENIA I RYZYKA

- Ryzyko związane z ogólną sytuacją gospodarczą;
- Ryzyko związane z poziomem stóp procentowych;
- Ryzyko związane z potencjalnym pogorszeniem się sytuacji na rynku finansowym;
- Ryzyko związane z potencjalnym pogorszeniem się sytuacji na rynku telekomunikacyjnym;
- Ryzyko związane z potencjalnym pogorszeniem się sytuacji na rynku hotelowym
- Ryzyko związane z interpretacją, stosowaniem i zmianami przepisów prawa, w tym prawa podatkowego;
- Ryzyko podatkowe związane z transakcjami z podmiotami powiązanymi;
- Ryzyko związane z trudnościami w pozyskaniu i utrzymaniu pracowników/współpracowników;
- Ryzyko dalszego wzrostu stawek i kosztów pracy związane z przejściem na system oparty głównie na pracy zdalnej (globalny, wirtualny rynek pracy);
- Ryzyko związane z rozwojem nowych technologii i branży, w której działa Grupa;
- Ryzyko związane z uzależnieniem od dostawców specjalistycznego sprzętu, oprogramowania i rozwiązań IT
- Ryzyko związane z technologią informatyczną: awarie systemów i sprzętu IT, cyberataki na infrastrukturę;
- Ryzyko walutowe;
- Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym;
- Ryzyko związane z płaconą ceną i przebiegiem zapowiadanych przejęć;

## GLÓWNE SZANSE

- Odporny na inwazję rosyjską i pandemię model biznesowy;
- Stabilna baza Klientów;
- Zwiększone zainteresowanie digitalizacją procesów u Klientów spółki;
- Duży udział wysokomarżowej sprzedaży eksportowej;
- Dobra sytuacja płynnościowa i wysoki stan środków pieniężnych;
- Spółka chce rosnać znacznie szybciej niż rynek szacowany na +8% r/r;
- Pozyskanie istotnego partnera kapitałowego – inwestycja Enterprise Investors i dokapitalizowanie Software Mind;
- Plany upublicznienia Software Mind (IPO) w 4-5 letnim horyzoncie z częściowym lub całościowym wyjściem z inwestycji;
- Plany zwiększenia portfolio oraz skali biznesu poprzez możliwość przejęć (obecnie dostępne finansowanie do 100 mln zł).

## DANE OPERACYJNE

### Zatrudnienie w grupie Ailleron

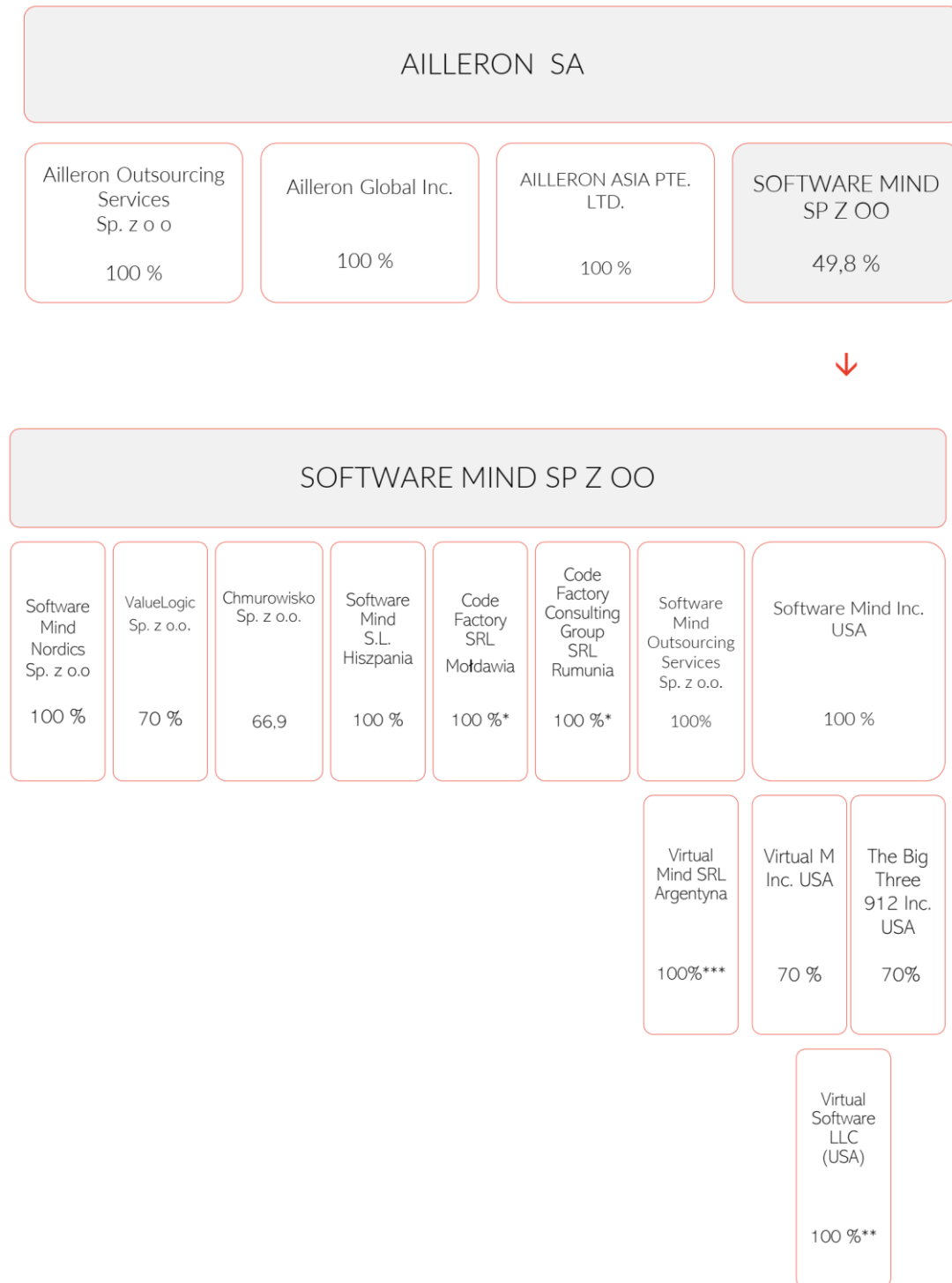
Na dzień publikacji raportu zatrudnienie w Grupie Ailleron przy uwzględnieniu wszystkich form zatrudnienia i współpracy oraz uwzględniając ostatnie akwizycje wynosi ponad 1 500 osób.



Źródło: Spółka, oprac. Noble Securities



## Struktura Grupy Kapitalowej



\* po objęciu przez zarząd spółki nowych akcji udział będzie wynosił 83,33%

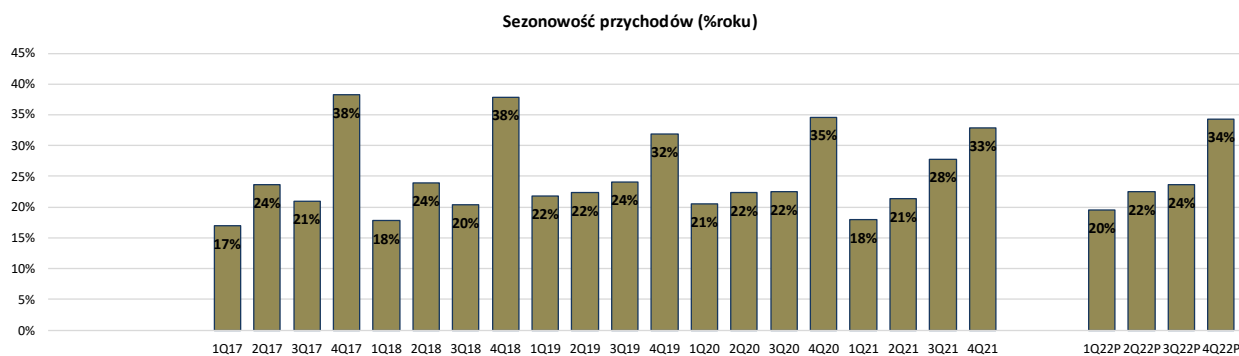
\*\*Virtual M INC (USA) posiada 83%, a The Big Tree 912 INC (USA) 17% udziałów w Virtual Software LLC (USA)

\*\*\* przejęcie kontroli po uzyskaniu formalnego wpisu do rejestru zagranicznych nabywców udziałów spółek zgodnie z prawem argentyńskim

Źródło: Spółka, oprac. Noble Securities

### Sezonowość przychodów

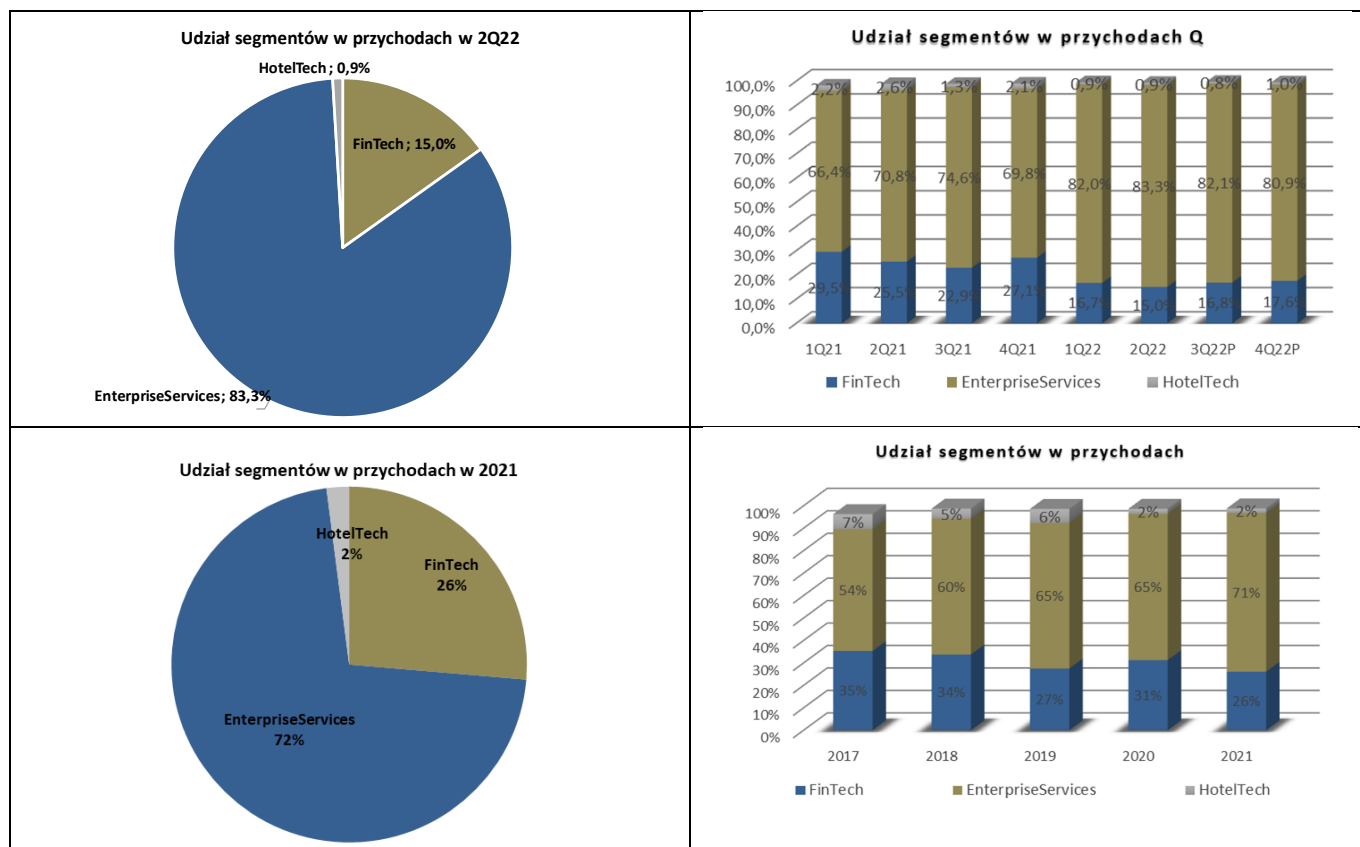
W dotychczasowej działalności spółki występowała zauważalna sezonowość przychodów ze sprzedaży polegająca na tym, że najwyższe przychody były osiągane w czwartym kwartale roku, co jest powszechne w przedsiębiorstwach działających w branży informatycznej. Sezonowość uzasadnia silna koncentracja tego okresu na finalizacji i rozliczeniach kontraktów zawartych w rocznym cyklu budżetowym. Średnio pierwszy kwartał odpowiada za 19% rocznych przychodów, drugi za 23%, trzeci 23% a czwarty za 35%. Ze względu jednak na sygnały płynące ze spółki dotyczące dążenia do zmiany sposobu rozliczeń z kontrahentami zakładamy, że podobna tendencja wystąpi również w kolejnych latach jednak z dużo mniejszym odchyleniem 4Q i będzie ulegała coraz większemu dążeniu do zależności liniowej.



Źródło: Spółka, oprac. Noble Securities

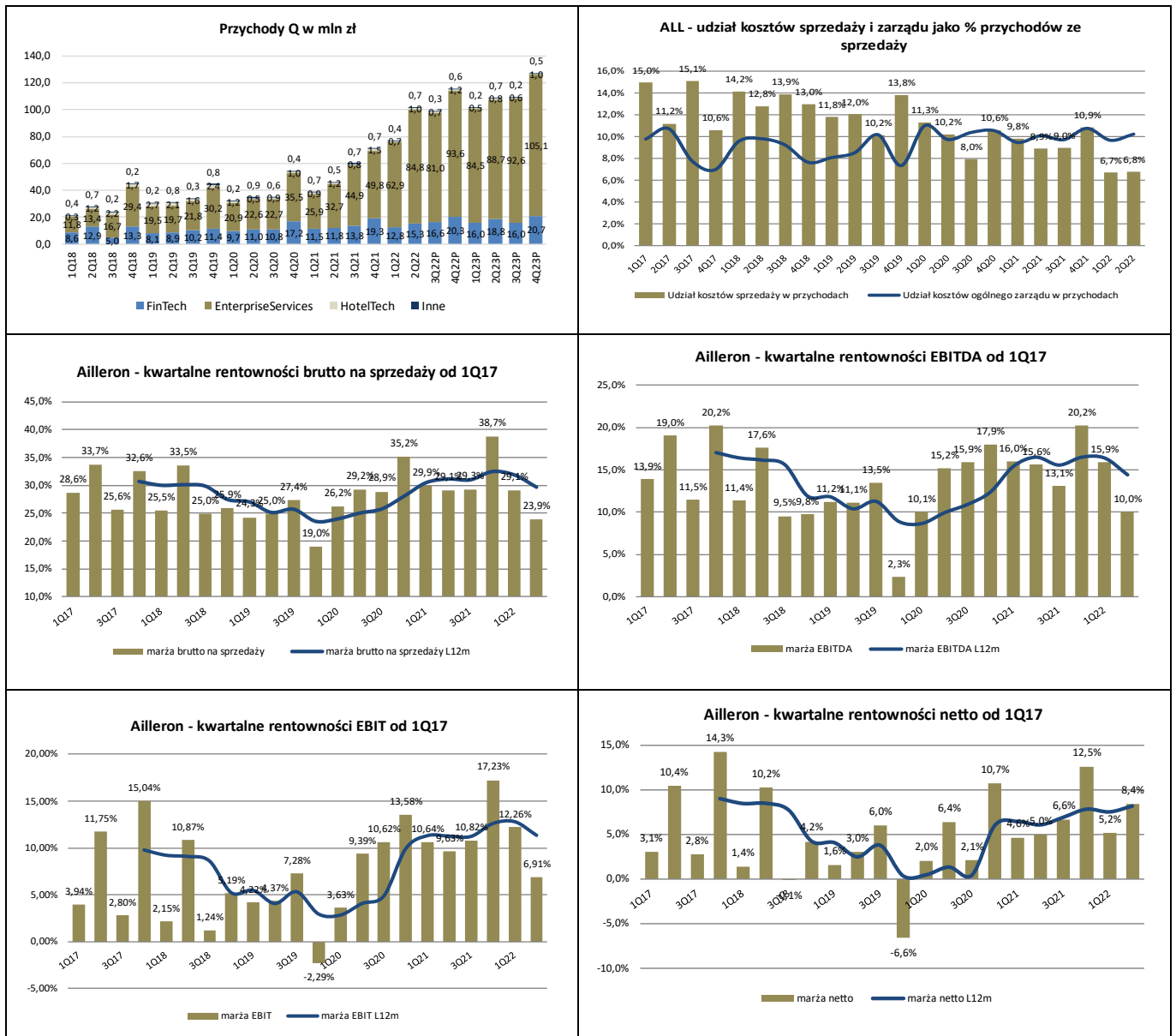
### Główne segmenty przychodowe i rentowności

Poniżej przedstawiamy graficznie udział segmentów w przychodach spółki Ailleron w układzie kwartalnym w okresie od 1Q21 wraz z prognozą do 4Q22 oraz w latach od 2017 do 2021. Szczególnie zwraca uwagę rosnące znaczenie segmentu Technology Services (d. EnterpriseServices) oraz malejące udziały HotelTech.



Źródło: Spółka, oprac. Noble Securities

Przychody spółki rosną stabilnie rok do roku. CAGR za lata 2016-2021 wynosi 19,5% . Dodatkowo począwszy od 1Q20 widoczny jest trend poprawy rentowności zaburzony w 1H22 ze względu na zdarzenia jednorazowe (koszty m&A), który powinien być co najmniej utrzymywany w najbliższym okresie.



Źródło: Spółka, oprac. Noble Securities

## PODSUMOWANIE WYNIKÓW 2Q22

Główny wpływ na wyniki Ailleron-u osiągnięte w 2 kwartale 2022 roku, które oceniamy generalnie pozytywnie, miała znaczna poprawa wyników w dominującym segmencie EnterpriseServices. Zdecydowanie bardzo dobrze należy ocenić wyniki na poziomie skonsolidowanym. Przychody ukształtowały się 66% powyżej naszych prognoz, EBIT i EBITDA 2% poniżej. Zysk netto wyniósł 8,5 mln zł vs 4,3 prognozowane przez nas. Negatywnie natomiast oceniamy istotne pogorszenie marży - brutto spada o 5,2 p.p. do 23,9%, a rentowność EBITDA spada o 5,6 p.p. do 10%. Należy jednak zwrócić uwagę, że jest to związane ze zdarzeniami jednorazowymi obciążającymi wyniki okresu w postaci kosztów M&A w SG&A oraz fakturowaniem przyszłych okresów w przejmowanych spółkach. Za wyraźnie lepsze, ale wciąż niesatysfakcjonujące uznajemy wyniki przypadające akcjonariuszom dominującym. W naszej ocenie dopiero osiągnięcie powyżej 60% wyniku netto przypadającego dla akcjonariuszy dominujących byłoby wartością pożądaną (50 % uznajemy za wystarczające). Spółka ma jeszcze do wykorzystania do końca roku CAPEX inwestycyjny w okolicach 100 mln zł. Zarząd jest przekonany, że dalsze trzymanie się wytyczonej strategii pozwoli osiągnąć kilkukrotnie większą skalę działalności. Głównym kierunkiem rozwoju spółki na kolejne lata ma pozostać wysokomarżowa zagranica.

Wybrane dane finansowe (mln zł)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	r/r	2Q22P	2Q vs. Prog.
<b>Przychody</b>	<b>39,0</b>	<b>46,2</b>	<b>60,2</b>	<b>71,4</b>	<b>76,7</b>	<b>101,7</b>	120%	<b>61,4</b>	<b>66%</b>
zysk brutto na sprzedaży	11,7	13,5	17,6	27,6	22,3	24,3	81%	19	
rentowność	29,9%	29,1%	29,3%	38,7%	29,1%	23,9%		31,4%	
koszty sprzedaży	-3,8	-4,1	-5,4	-7,8	-5,2	-6,9	68%	-6,4	
koszty ogólnego zarządu	-3,7	-4,7	-5,8	-7,7	-7,4	-10,4	123%	-5,5	
pozostałe przychody operacyjne	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,1		0,0	
pozostałe koszty operacyjne	-0,1	-0,2	0,1	0,0	-0,4	-0,1		-0,1	
<b>EBIT</b>	<b>4,1</b>	<b>4,5</b>	<b>6,5</b>	<b>12,3</b>	<b>9,4</b>	<b>7,0</b>	58%	<b>7,2</b>	<b>-2%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>6,2</b>	<b>7,2</b>	<b>7,9</b>	<b>14,4</b>	<b>12,2</b>	<b>10,2</b>	41%	<b>10,4</b>	<b>-2%</b>
przychody i koszty finansowe	-1,4	0,2	-0,7	0,2	-3,2	3,8		-1,3	
zysk brutto	2,7	4,7	5,8	12,5	6,2	10,8	133%	5,9	
podatek	0,9	2,4	1,8	3,5	2,2	2,3	-2%	1,6	
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>	<b>4,0</b>	<b>9,0</b>	<b>4,0</b>	<b>8,5</b>	271%	<b>4,3</b>	<b>99%</b>
<b>Zysk (strata) netto j.d.</b>		<b>1,9</b>	<b>1,0</b>	<b>4,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>3,0</b>	58%	<b>2,1</b>	<b>38%</b>

Źródło: Ailleron, P - prognoza Noble Securities

**Przychody netto ze sprzedaży** w drugim kwartale 2021 roku wyniosły 101,7 mln zł vs 46,2 mln zł w analogicznym okresie ubiegłego roku, co oznacza wzrost o 120% r/r. Za wzrost przychodów ze sprzedaży odpowiada głównie dynamicznie rozwijający się segment EnterpriseServices, którego dynamika wzrostu przychodów w 2Q22 wyniosła +159% r/r. W dużej części jest to efekt konsolidacji w związku z dokonanymi akwizycjami, ale również wzrostu organicznego. Technology Services (d. EnterpriseServices) pozostaje dominującym segmentem w przychodach spółki i odpowiada obecnie za 83% sprzedaży. FinTech wygenerował 15% przychodów, a HotelTech nieco powyżej 1%. Należy zwrócić uwagę na korzystny trend w zakresie sprzedaży eksportowej, która w pierwszym półroczu 2022 stanowiła już 76% całości sprzedaży. Minusem takiej sytuacji jest większe otwarcie na ryzyko walutowe.

**Koszty operacyjne.** Od 4Q19 utrzymuje się pozytywna tendencja spadkowa kosztów sprzedaży w stosunku do przychodów, udział w/w stanowi obecnie 6,8% sprzedaży. Wraz ze wzrostem skali działalności oczekujemy dalszych spadków tego parametru w odniesieniu do przychodów. Koszty ogólnego zarządu od 1Q20 oscylują generalnie dookoła średniej wynoszącej 10,1% przychodów, a za 2Q22 wyniosły 10,2% vs 10,1% przed rokiem i 9,6% w poprzednim kwartale.

**EBIT w 2Q22 +58% r/r; EBITDA +41% r/r.**

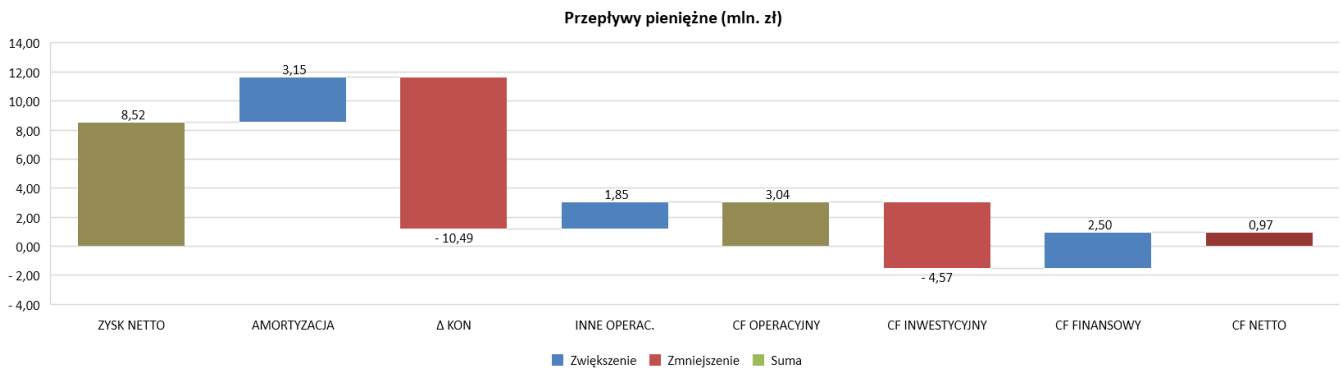
Zysk operacyjny Grupy wyniósł 7,0 mln zł, wobec 4,5 mln zł w drugim kwartale 2021 roku, co oznacza wzrost o 58% r/r, za co głównie odpowiada segment EnterpriseServices (8,1 mln zł EBIT). Zysk operacyjny segmentów FinTech oraz HotelTech niestety w dalszym ciągu pozostaje ujemny, negatywnie wpływając, w dalszej kolejności, na wysokość wyniku dla akcjonariuszy dominujących. W przypadku FinTechu EBIT wyniósł -0,63 mln zł natomiast HotelTech wygenerował 0,5 mln zł straty operacyjnej. EBITDA skonsolidowana wzrosła rok do roku o 41% do kwoty 10,2 mln zł vs 7,2 mln zł przed rokiem. W przypadku FinTechu dzieje się tak ze względu na negatywny wpływ realizowanego kontraktu w części corporate oraz koszty inwestycji, jakie są ponoszone w obszarze LiveBank SaaS.

**Zysk netto**

Na poziomie skonsolidowanym zysk netto wyniósł 8,5 mln zł, wobec 2,3 mln zł przed rokiem, co oznacza wzrost o ponad 271%. Jednak wynik netto przypadający akcjonariuszom dominującym ze względu na negatywny wkład FinTechu i HotelTechu to 3,0 mln zł, co jakkolwiek pozytywne dla akcjonariuszy Aillerona ze względu na dynamikę wzrostu (+58,0% r/r) można uznać za wartość wciąż niezadawalającą (35% zysku netto). Należy jednak zwrócić uwagę, że w kosztach finansowych, zgodnie z MSSF 3, ujęte zostały jako koszty okresu koszty powiązane z przejściem, które Software Mind, jako jednostka przejmująca poniósł, aby doprowadzić do połączenia jednostek w ramach procesów M&A – mowa tutaj o kosztach doradczych, prawnych,

wycen czy innych za usługi profesjonalne lub doradcze. Dotyczy to kosztów transakcji w pełni zakończonych. Bez uwzględnienia kosztów zdarzeń jednorazowych wynik netto za pierwsze półrocze 2022 roku kształtuje się na poziomie ok 15,8 mln zł – tj. niemal 3 krotnie wyższym niż w okresie 6M 2021 roku.

Spółka na koniec 2Q22 posiadała 79 mln zł **środków pieniężnych**, natomiast zadłużenie finansowe wynosi 88 mln zł. Oznacza to, że dług netto w odniesieniu do 12 mies. EBITDA wyniósł 0,20x vs -2,98x w 2Q21. Zwraca uwagę -10,5 mln zł na poziomie kapitału obrotowego, choć przed rokiem było -14,2 mln zł, co oznacza poprawę r/r. Wiążemy to jednak głównie z dynamicznym rozwojem Software Mind.



Źródło: Spółka, oprac. Noble Securities

## POLITYKA DYWIDENDOWA

Spółka obecnie nie posiada ustanowionej polityki dywidendowej, a zapowiadane przejścia raczej wykluczają dzielenie się zyskiem z akcjonariuszami w najbliższych latach, jednakże Zarząd nie wyklucza całkowicie wypłaty dywidendy w przypadku pojawienia się takiej możliwości przy zachowaniu odpowiednich parametrów płynnościowych.

Za 2020 i 2021 rok spółka wypłaciła po 3,95 mln zł dywidendy, czyli 0,32 zł na akcję. Wypłata za 2020 rok była pierwszą dywidendą od 2017 roku, kiedy z zysku za rok 2016 spółka wypłaciła 2,47 mln zł (0,20 zł/akcję).

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

Od grudnia 2018 roku aktywnie działa Fundacja Ailleron „Możesz na mnie liczyć”, w której Ailleron SA posiada 90 % udziałów. Na czele Fundacji stoi jej inicjatorka - Anna Styczeń – żona Prezesa Zarządu Ailleron SA Rafała Stycznia. Fundacja „Możesz Na Mnie Liczyć” powstała, aby inicjować zmiany rozwojowe i społeczne wśród dzieci, młodzieży i dorosłych. Fundacja poprzez kampanie społeczne, wydawanie książek, warsztaty oraz inne aktywności, chce uczyć wrażliwości na otaczające nas relacje, pomagać rozwiązywać problemy, zarówno te związane z istnieniem jednostki w społeczeństwie, jak i te które bezpośrednio, a także pośrednio dotyczą świata, w którym żyjemy. Podejmowane przez Fundację działania mają również na celu pomoc osobom przebywającym w hospicjach, znajdującym się w trudnej sytuacji życiowej czy poszkodowanym w wyniku wypadków losowych. Działania Fundacji otwarte są także na potrzeby zwierząt. Obecnie Fundacja wspiera również działania na rzecz Ukrainy.

Pracownicy i Zarząd Ailleron aktywnie wspierają akcje Fundacji, przekazując datki na ten cel oraz pomagając jako wolontariusze.

Od 1 stycznia 2016 roku spółka i jej organy podlegają nowemu zbiorowi zasad ładu korporacyjnego „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016”. Dokument ten jest dostępny na stronie internetowej Giełdy (<http://www.gpw.pl>) w sekcji poświęconej zagadnieniom ładu korporacyjnego spółek notowanych. Opis stosowanych zasad i rekomendacji, a także zasady, od stosowania których spółka odstąpiła umieszczone są na korporacyjnej stronie internetowej w sekcji przeznaczonej dla akcjonariuszy spółki – w zakładce Inwestorzy/Raporty i informacje/Dokumenty firmowe/Ład korporacyjny <https://ailleron.com/pl/lad-korporacyjny/>.

Bilans	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Aktywa</b>	<b>162,9</b>	<b>277,4</b>	<b>406,3</b>	<b>418,5</b>	<b>422,3</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>74,1</b>	<b>96,5</b>	<b>279,0</b>	<b>274,7</b>	<b>270,7</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	26,1	22,8	41,2	37,0	33,0
Inwestycje w jednostkach zależnych	0,1	1,4	1,4	1,4	1,4
Wartości niematerialne	44,8	69,3	233,3	233,3	233,3
Inne aktywa trwałe	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>88,7</b>	<b>180,9</b>	<b>127,3</b>	<b>143,8</b>	<b>151,5</b>
Zapasy	5,4	1,0	2,0	2,3	2,4
Należności	44,8	59,6	96,9	111,7	124,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	23,7	111,3	19,5	20,9	16,1
Inne aktywa obrotowe	14,8	8,8	8,8	8,8	8,8
<b>Pasywa</b>	<b>162,9</b>	<b>277,4</b>	<b>406,3</b>	<b>418,5</b>	<b>422,3</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>95,1</b>	<b>132,9</b>	<b>139,9</b>	<b>138,6</b>	<b>133,1</b>
Udziały niekontrolujące		82,6	99,5	114,3	130,7
<b>Zobowiązania długookresowe</b>	<b>23,6</b>	<b>20,7</b>	<b>107,7</b>	<b>100,7</b>	<b>89,7</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	21,1	18,6	105,6	98,6	87,6
Inne	2,6	2,1	2,1	2,1	2,1
<b>Zobowiązania krótkookresowe</b>	<b>44,1</b>	<b>41,1</b>	<b>59,2</b>	<b>64,8</b>	<b>68,8</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	14,1	5,7	5,7	5,7	5,7
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	14,8	19,3	37,4	43,0	46,9
Inne	15,2	16,2	16,2	16,2	16,2

Źródło: Spółka, Noble Securities

Rachunek zysków i strat	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>156,2</b>	<b>216,8</b>	<b>392,7</b>	<b>446,9</b>	<b>475,7</b>
Zysk brutto na sprzedaży	47,8	70,4	109,0	127,1	137,0
Koszty sprzedaży	-15,7	-21,1	-31,7	-43,5	-46,4
Koszty ogólnego zarządu	-16,3	-21,9	-36,3	-41,3	-43,9
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-0,3	0,0	-0,5	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>15,5</b>	<b>27,4</b>	<b>40,5</b>	<b>42,3</b>	<b>46,7</b>
Koszty i przychody finansowe netto	-2,0	-1,8	-5,3	-7,4	-6,8
Udział w zyskach jedn. wyc. metodą praw wł.	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Podatek dochodowy	-4,1	-8,5	-9,7	-9,8	-11,2
<b>Zysk netto</b>	<b>9,4</b>	<b>17,1</b>	<b>25,6</b>	<b>25,2</b>	<b>28,7</b>
<b>Zysk netto przyp. akc. jedn. dominującej</b>	<b>9,4</b>	<b>7,5</b>	<b>8,7</b>	<b>10,3</b>	<b>12,3</b>
Amortyzacja	8,3	8,3	12,4	12,5	12,5
<b>EBITDA</b>	<b>23,8</b>	<b>35,8</b>	<b>52,9</b>	<b>54,8</b>	<b>59,2</b>

Źródło: Spółka, Noble Securities

Rachunek przepływów pieniężnych	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Zysk netto przed opodatkowaniem	13,3	25,6	35,2	35,0	39,9
Amortyzacja	8,3	8,3	12,4	12,5	12,5
Inne	5,8	14,4	5,4	7,5	6,9
Zmiana kapitału obrotowego	2,0	-12,8	-20,2	-9,4	-8,6
Zapłacony podatek dochodowy	-3,7	-13,2	-9,7	-9,8	-11,2
<b>CF operacyjny</b>	<b>25,7</b>	<b>22,3</b>	<b>23,2</b>	<b>35,8</b>	<b>39,6</b>
CAPEX	-1,9	-9,1	-189,8	-3,2	-3,6
Inne	-0,8	-22,5	-3,7	-4,8	-4,6
<b>CF inwestycyjny</b>	<b>-2,6</b>	<b>-31,5</b>	<b>-193,6</b>	<b>-8,0</b>	<b>-8,1</b>
Transakcja z udziałowcami niekontrolującymi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	-3,6	-14,9	82,0	-12,0	-16,0
Inne	0,0	108,4	0,0	0,0	0,0
Odsetki	-0,1	0,0	-1,7	-2,7	-2,4
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	0,0	0,0	-1,7	-11,6	-17,9
<b>CF finansowy</b>	<b>-3,7</b>	<b>93,5</b>	<b>78,6</b>	<b>-26,3</b>	<b>-36,3</b>
<b>CF</b>	<b>19,3</b>	<b>84,3</b>	<b>-91,8</b>	<b>1,4</b>	<b>-4,8</b>
Stan środków pieniężnych na początek okresu	4,4	25,3	111,3	19,5	20,9
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	23,7	109,5	19,5	20,9	16,1

Źródło: Spółka, Noble Securities

Wybrane wskaźniki	2020	2021	2022P	2023P	2024P
marża brutto na sprzedaży	30,59%	32,47%	27,75%	28,45%	28,80%
marża EBITDA	15,25%	16,49%	13,46%	12,26%	12,45%
marża netto	6,0%	7,9%	6,5%	5,6%	6,0%
Dług netto	11,4	-87,1	91,8	83,3	77,2
Dług netto/EBITDA	0,5	-2,4	1,7	1,5	1,3
Liczba akcji w mln.	12,4	12,4	12,6	12,8	13,0
Dywidenda na akcję	0,00	0,00	0,14	0,91	1,38
P/BV	1,5	1,1	1,1	1,1	1,2

Źródło: Spółka, Noble Securities

Roczne stopy wzrostu	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody	11%	39%	81%	14%	6%
EBITDA	91%	50%	48%	4%	8%
EBIT	278%	77%	48%	5%	10%
Zysk netto	1790%	81%	50%	-2%	14%

Źródło: Spółka, Noble Securities

**OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM**

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

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

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

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

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

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

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

Raport wydawany przez NS obowiązuje przez okres 24 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 WPLYNAĆ 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 jakokolwiek 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 jakokolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS lub z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od NS z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta.

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

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

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

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

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



informacji o charakterze niepublicznym, w ramach NS funkcjonują wewnętrzne ograniczenia i bariery w przekazywaniu informacji, tzw. chińskie mury, tj. zasady, procedury i fizyczne rozwiązania mające na celu uniemożliwienie przepływu i wykorzystania informacji poufnej oraz stanowiących tajemnicę zawodową. NS stosuje ograniczenia w fizycznym dostępie (odrębne pokoje, szafy zamykane na klucz) oraz w zakresie dostępu do systemów informatycznych. NS posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres. NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie Raportów wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Raportów. Zakazane jest przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Raportu, proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Raportu, zawierającego treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

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

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

### POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

Investowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Raport analityczny nie może być traktowany jako zapewnienie 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/2135-ailleron-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: Dariusz Dadej

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 17.10.2022, godz. 13:25 . Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 17.10.2022, godz. 14:25.

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 AILLERON SA		
Rekomendacja/aktualizacja	nd	nd
Data wydania	2021-09-02	2022-03-03
Kurs z dnia rekomendacji	13,65	11,40
Cena docelowa	25,2	19,1
WIG w dniu rekomendacji (godz. 8:30)	71 093,3	61 010,2

### 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)
Bioton	nd	4,7	3,8	3,63	29%	06.09.2022	24m	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Redukuj	286,8	351,5	310,00	-7%	10.08.2022	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	13,0	12,1	11,89	9%	10.08.2022	9M	Dariusz Dadej
Amica	Trzymaj	69,7	71,4	67,30	4%	05.08.2022	9M	Michał Sztabler
Wielton	Redukuj	4,9	5,5	6,08	-19%	12.07.2022	9M	Michał Sztabler
Krynicky Recykling	nd	20,9	22,6	22,70	-8%	04.07.2022	24M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Kupuj	163,0	116,0	138,00	18%	28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	29,3	14,9	12,74	130%	28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	21,7	13,2	13,90	56%	28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	51,8	23,5	35,95	44%	28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
CD Projekt	Sprzedaj	74,1	94,4	110,26	-33%	24.06.2022	9M	Maciej Kietliński
Ten Square Games	Sprzedaj	98,6	117,0	104,60	-6%	24.06.2022	9M	Maciej Kietliński
Aparator	Redukuj	12,2	14,8	13,62	-10%	06.06.2022	9M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	16,0	14,1	13,40	19%	06.06.2022	24M	Michał Sztabler
Sonel	nd	10,2	9,8	9,60	6%	06.06.2022	24M	Michał Sztabler
TIM	nd	54,3	31,4	25,80	110%	06.06.2022	24M	Michał Sztabler
11 bit studios	Kupuj	626,0	502,0	513,00	22%	18.05.2022	9M	Maciej Kietliński
Forte	Akumuluj	38,9	33,0	23,80	63%	13.05.2022	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	33,1	19,0	16,05	106%	02.05.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	7,2	4,1	3,63	97%	19.04.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	96,2	78,5	88,40	9%	08.04.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Mobruk	Kupuj	500,9	398,0	300,50	67%	07.04.2022	9M	Dariusz Dadej
Artifex Mundi	Kupuj	13,2	10,1	6,14	115%	28.03.2022	9M	Maciej Kietliński
Celon Pharma	Kupuj	42,2	24,8	12,74	231%	16.03.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Creepy Jar	Kupuj	812,0	700,0	600,00	35%	15.03.2022	9M	Maciej Kietliński
LW Bogdanka	Trzymaj	57,9	55,6	33,54	72%	11.03.2022	9M	Michał Sztabler
Tauron PE	Kupuj	3,5	2,7	2,11	68%	10.03.2022	9M	Michał Sztabler
Ailleron	nd	19,1	11,4	11,95	60%	03.03.2022	24M	Dariusz Dadej
BoomBit	Kupuj	22,9	18,3	9,56	140%	04.02.2022	9M	Maciej Kietliński
Krynicky Recykling	nd	31,8	19,6			05.01.2022	24M	Dariusz Dadej
Sonel	nd	11,8	10,6	9,60	23%	22.12.2021	24M	Michał Sztabler
CD Projekt	Redukuj	176,4	193,0	110,26	60%	21.12.2021	9M	Maciej Kietliński
Dino Polska	Redukuj	295,0	338,0			03.12.2021	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	12,2	10,9			03.12.2021	9M	Dariusz Dadej
Aparator	Trzymaj	19,1	18,7			29.11.2021	9M	Michał Sztabler
OncoArendi	Kupuj	48,1	38,4			16.11.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Amica	Akumuluj	157,6	131,6			18.10.2021	9M	Michał Sztabler
Ten Square Games	Kupuj	549,3	382,6			18.10.2021	9M	Maciej Kietliński
TIM	nd	62,3	42,6			14.10.2021	24M	Michał Sztabler
Forte	Trzymaj	51,5	53,5			11.10.2021	9M	Dariusz Dadej

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia,

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

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski – Zastępca Dyrektora Departamentu, Michał Sztabler - Analityk Akcji,

Dariusz Dadej - Analityk Akcji, Maciej Kietliński - Analityk Akcji

**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  
mobile: +48 602 445 334  
Handel detaliczny, spółki przemysłowe

Krzysztof Ojczyk, MPW  
krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl  
tel: +48 12 422 31 00  
Analiza techniczna

Mateusz Chrzanowski  
mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl