

Ailleron – 2022 rokiem dynamicznego rozwoju



Rekordowe wyniki 2022 roku, stwarzające wysoką bazę porównawczą wraz z sygnałami ze spółki dotyczącymi działalności powodują, że aktualizując wycenę, na rok 2023 prognozujemy 13% dynamikę przychodów, powrotu do szybszego rozwoju oczekując od '24 wraz z wpływem zapowiadanej akwizycji. Pozytywnie oceniamy plan poprawy rentowności jednostki dominującej do poziomu Software Mind (SM). W konsekwencji wyceniamy spółkę w horyzoncie 24- miesięcznym na 30,0 zł/akcję, co daje 28% potencjał wzrostowy.

Rekordowe wyniki 2022 roku

Główny wpływ na wyniki osiągnięte w 2022 roku miała znaczna poprawa w dominującym segmencie Technology Services. Bardzo dobrze należy ocenić też wyniki na poziomie skonsolidowanym. Przychody ukształtowały się 4% powyżej naszych prognoz, EBIT i EBITDA również przekroczyły oczekiwania. Zysk netto wyniósł 38,5 mln zł vs 30,1 mln zł prognozowane przez nas. Raportowany zysk netto j.d. wyniósł 13,2 mln zł pomimo obciążenia kosztami związanymi z procesami M&A (2,3 mln zł) i odpisem WNiP projektu Robowealth i Chatbot (1,95 mln zł) i plasował się 28% powyżej naszej prognozy. Zwraca uwagę mocna sytuacja płynnościowa, blisko 16 mln zł gotówki netto w grupie pomimo zrealizowanych akwizycji za blisko 130 mln zł.

Software Mind zakłada przynajmniej jedną akwizycję w '23

Software Mind dysponuje ok. 70 mln zł gotówki, co wraz z kredytem daje potencjał kontynuacji rozwoju poprzez akwizycje. Zgodnie z deklaracjami spółka, jest w procesie analiz i chce przeprowadzić przynajmniej jedną akwizycję w tym roku. W grupie zainteresowania znajdują się podmioty zatrudniające 100-500 specjalistów, zlokalizowane w pobliżu docelowych klientów, czyli przede wszystkim w USA, Niemczech i UK.

Jednostka dominująca skupiona na Financial Technology Services (FTS)

Ailleron zamierza w tym roku skupić się na poprawie rentowności w ramach wdrażania strategii FTS do 2026. Zakłada ona zwiększanie skali działalności przez koncentrację na usługach rozwoju oprogramowania wspieranych gotowymi platformami i komponentami spółki dla instytucji finansowych przy ograniczeniu inwestycji we własne produkty. Spółka zakłada znaczące zwiększenie skali biznesu FinTech w modelu rozliczeniowym time&material, unikając modelu fixed price. Celem strategii jest również poprawa rentowności Aillerona do poziomu, jaki osiąga Software Mind (18,6% rentowności EBITDA w '22) i generowanie znaczącej gotówki.

Zakończenie procesu MBO HotelTech

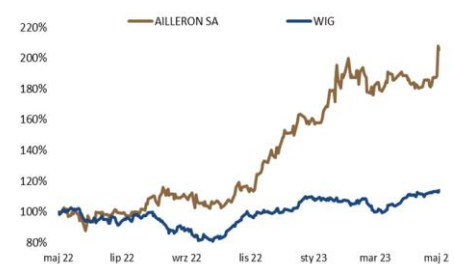
Zgodnie z umową przyrzeczoną przeniesienie własności ZCP HotelTech nastąpiło z dniem 1 stycznia 2023 roku (w 2022 negatywna kontrybucja EBIT wyniosła ok 2 mln zł). Nabywcą jest spółką kontrolowaną przez kluczowego członka personelu HotelTech, a transakcja stanowi rodzaj wykupu menedżerskiego. W Ailleron pozostały wartości niematerialne i prawne związane z prawami do wykorzystania oprogramowania iLumio, za które ma być wnoszona comiesięczna opłata dla Ailleron przez okres 10 lat.

Wartość akcji Ailleron oszacowana została na podstawie wyceny metodami: DCF (22,1 zł) oraz porównawczą (24,7 zł), co po zważeniu powyższych wycen równymi wagami dało 24-miesięczną cenę docelową równą 30,0 zł.

mln zł	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	217	410	462	578	637
EBITDA	36	64	62	75	82
zysk netto jedn. dom.	7	14	13	18	21
EPS	0,57	1,05	1,02	1,39	1,61
DPS	0,3	0,3	0,3	1,4	1,4
P/E (x)	19,9	15,2	22,1	16,5	14,5
EV/EBITDA (x)	4,0	5,3	9,0	7,7	7,2

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

Cena bieżąca	23,4 zł
Wycena	30,0 zł
Potencjał wzrostu	+28%
Kapitalizacja	289 mln zł
Free float	39,6%
Śr. wolumen 6M	20 730



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

Działalność grupy Ailleron koncentruje się na dostarczaniu wyspecjalizowanych produktów dla branży finansowej i telekomunikacyjnej. Oferta grupy to interaktywne finanse (LiveBank), wykorzystanie multimediów 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	23,64%
Dariusz Orłowski i pow.	23,33%
ESALIENS TFI	7,75%
Grzegorz Młynarczyk	5,67%
Pozostali	39,61%

Źródło: Spółka, Stooq.pl

Dariusz Dadej

dariusz.dadej@noblescurities.pl

+48 602 445 334

Spis treści

WYCENA	3
WYCENA METODĄ DCF	3
WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ	5
OSTATNIE ISTOTNE WYDARZENIA	5
AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH	6
POZIOM ZADŁUŻENIA W AILLERON	7
GŁÓWNE ZAGROŻENIA I RYZYKA	8
GŁÓWNE SZANSE	8
DANE OPERACYJNE	9
ZATRUDNIENIE W GRUPIE AILLERON	9
STRUKTURA GK	10
SEZONOWOŚĆ PRZYCHODÓW	11
GŁÓWNE SEGMENTY PRZYCHODOWE I RENTOWNOŚCI	11
PODSUMOWANIE WYNIKÓW 2Q22	13
POLITYKA DYWIDENDOWA	14
PROGRAM MOTYWACYJNY	14
ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ, ŁAD KORPORACYJNY (ESG)	15

WYCENA

Akcje Ailleron wyceniliśmy przy wykorzystaniu 2 metod: DCF oraz porównawczej przypisując im równe wagi wyznaczając 24 miesięczną cenę docelową równą 30,0 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	22,1	11,1	99%
Wycena porównawcza	0,50	24,7	15,4	61%
Średnia ważona metod		23,4	13,3	76%
Cena docelowa (24M)		30,0	17,5	72%
Cena aktualna		23,4	12	95%
Potencjał		28%	46%	

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na początek maja 2023 roku (poprzednio początek października 2022 roku),
- Poziom długu netto (MSR17) na dzień 31.12.2022 r. w wysokości -14 mln zł,
- CAPEX powiększamy o płatności z tytułu leasingu finansowego,
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 1,0% (bez zmian),
- Efektywna stopa podatkowa na poziomie 26,4% (poprzednio 28%),
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,90% (poprzednio 7,73%), premia za ryzyko w wysokości 7,40% (poprzednio 7,19%), dług netto / EV 10% (bez zmian), koszt długu 7,5% (bez zmian), beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

WYCENA DCF

DCF	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży	461,7	578,1	637,3	701,3	770,4	844,9	925,0	1 011,0	1 103,0	1 201,4
NOPAT	35,7	45,6	50,1	55,0	60,4	66,1	72,3	78,9	86,4	127,8
Amortyzacja	13,3	13,4	13,5	13,5	13,6	13,7	13,7	13,8	13,9	13,0
Zmiany KON	-13,9	-23,6	-8,1	-8,5	-9,0	-9,4	-9,8	-10,2	-10,5	-10,8
CAPEX	-138,2	-9,6	-10,0	-10,5	-11,1	-11,7	-12,3	-13,1	-14,0	-13,0
FCFF	-103,1	25,8	45,4	49,5	54,0	58,8	63,9	69,5	75,8	116,9
WACC	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Współczynnik dyskonta	0,93	0,83	0,73	0,65	0,58	0,52	0,46	0,41	0,36	0,32
DFCFF	-95,8	21,3	33,3	32,3	31,3	30,3	29,3	28,3	27,4	37,6
SUMA DFCFF do 2031	175									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	1,0%									
Wartość rezydualna na 2031	1 025									
Zdyskontowana wartość rezydualna	329									
Wartość Firmy (EV)	504									
Dług netto 31.12.2021	-16									
Udziałowcy mniejszościowi	229									
Wartość kapitałów własnych	291									
Liczba akcji (w mln.)	13,2									
Wartość na 1 akcję	22,1									

Źródło: Noble Securities

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-1%	0%	1%	2%	3%
WACC - 1,0%	22,4	23,7	25,3	27,3	29,7
WACC - 0,5%	21,0	22,2	23,6	25,3	27,4
WACC	19,8	20,8	22,1	23,5	25,3
WACC + 0,5%	18,6	19,5	20,6	21,9	23,5
WACC + 1,0%	17,5	18,4	19,3	20,5	21,9

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

Analiza wrażliwości					
	Stopa wolna od ryzyka				
	3,9%	4,9%	5,9%	6,9%	7,9%
MRP - 2%	38,2	32,8	28,5	25,0	22,1
MRP - 1%	32,8	28,5	25,0	22,1	19,6
MRP	28,5	25,0	22,1	19,6	17,5
MRP + 1%	25,0	22,1	19,6	17,5	15,7
MRP + 2%	22,1	19,6	17,5	15,7	14,2

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Stopa wolna od ryzyka	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%
Premia za ryzyko	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%
Efektywna stopa podatkowa	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%
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	5,52%	5,52%	5,52%	5,52%	5,52%	5,52%	5,52%	5,52%	5,52%	5,52%
Dług netto/EV	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
WACC	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%

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 2023-2025 wynika, że spółka notowana jest generalnie 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)		
		2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
ASSECOBS	1 327	14,0	13,1	12,3	9,2	8,5	7,9
COMARCH	1 171	12,5	11,2	10,4	4,0	3,5	
NEOGRID PARTICIP	270	19,3	12,1	10,2			
INNOFACTOR OYJ	215	10,2	9,4	8,2	6,2	5,5	5,3
LEADDESK OYJ	243	50,6	21,9	15,4	13,5	9,4	6,5
STREAMWIDE	207	12,3	9,0	9,2	3,5	2,6	2,5
ECKOH PLC	562	19,5	18,5	16,8	11,2	9,9	8,6
SOFTING AG	300	36,3	18,6	12,1	7,5	6,1	5,1
WITTED MEGACORP	241	68,6	14,9	9,3	56,9	9,4	
LIVECHAT SOFTWARE	3 734	21,8	18,8	17,3	18,5	15,7	14,3
WEDIA	105	30,5	17,6	14,3	6,1	4,2	3,1
FABASOFT AG	774	26,3	23,1	18,6	8,8	7,4	6,3
IT LINK SA	206	10,8	9,8	9,5	4,8	4,4	4,3
ŚREDNIA		25,6	15,2	12,6	12,5	7,2	6,4
Ailleron	288	22,1	16,5	14,5	9,0	7,7	7,2
Premia/dyskonto do średniej (%)		-14%	8%	15%	-28%	6%	12%
Implikowana wartość godziwa Ailleron		27,0	21,5	20,3	40,6	20,6	18,4
Implikowana wartość godziwa Ailleron					24,7		

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na: 2023.05.18 10:10

OSTATNIE ISTOTNE WYDARZENIA

- Finalizacja przez Software Mind nabycia udziałów w spółce Grupy Virtual Mind w Argentynie.** W dniu 31 października 2022 wpłynęły do spółki umowy dotyczące nabycia w sposób pośredni lub bezpośredni łącznie 100% udziałów w kapitale zakładowym Virtual Mind SRL z siedzibą w Buenos Aires (Argentyna), uprawniających do takiego samego odsetka głosów na zgromadzeniu wspólników, zawarte pomiędzy spółkami zależnymi - Software Mind sp. z o.o. oraz Software Mind Outsourcing Services sp. z o.o. jako kupującymi a byłymi wspólnikami VM AR. Umowy Sprzedaży zawierają postanowienia dotyczące przeniesienia na rzecz SM i SMOS pośrednio lub bezpośrednio prawa własności 100% udziałów w kapitale zakładowym VM AR, jak również postanowienia dotyczące odpowiedzialności dotychczasowych wspólników VM AR wobec SM. Umowa Sprzedaży stanowi zwińczenie procesu akwizycji spółek grupy Virtual Mind działającej na rynku USA oraz Ameryki Południowej dokonywanej przez grupę Software Mind. Jak dotychczas, w ramach tego procesu spółka pośrednio zależna - Software Mind Inc. nabyła 70% udziałów w Virtual M Inc. z siedzibą w Delaware (USA) oraz The Big Three 912 Inc. z siedzibą w Delaware (USA). Akwizycja Virtual Mind i jej podmiotów powiązanych to konsekwencja realizacji przyjętej strategii.
- Podpisanie umowy z ING Bankiem Śląskim S.A. na wdrożenie LiveBank Cloud.** W dniu 20 grudnia 2022 Ailleron Outsourcing Services sp. z o.o. podpisał z ING Bankiem Śląskim S.A. umowę na wdrożenie systemu LiveBank w modelu chmurowym. Stroną przedmiotowej umowy jest również Operator Chmury Krajowej Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie, której zadaniem będzie świadczenie usługi chmurowej oraz wsparcie w zakresie zapewnienia zgodności wykorzystywanych usług chmurowych z wymogami prawa. Umowa z ING przewiduje wdrożenie rozwiązania LiveBank w oparciu o technologię chmury publicznej w modelu SaaS. Platforma LiveBank pozwoli na zdalne zarządzanie sprawami klientów z wykorzystaniem potencjału spotkań on-line.

- **Umowa sprzedaży HotelTech.** W dniu 21 grudnia 2022 r. nastąpiło zawarcie przyrzeczonej umowy sprzedaży przez Spółkę na rzecz DAWONE HOTEL SERVICES sp. z o.o. zorganizowanej części przedsiębiorstwa Spółki, operującej dotychczas jako samodzielna jednostka organizacyjna (dywizja) pod nazwą „HotelTech”, dostarczającej rozwiązania informatyczne dla branży hotelarskiej, w tym iLumio – system interaktywnej obsługi gości hotelowych. Nabywca jest spółką kontrolowaną przez kluczowego członka personelu dywizji HotelTech, a transakcja stanowi rodzaj wykupu menedżerskiego. Przeniesienie własności ZCP nastąpiło na podstawie umowy przyrzeczonej, która weszła w życie z dniem 1 stycznia 2023 roku. Zbyto komputery o wartości początkowej 15 tys. PLN oraz przekazano prawa do umów handlowych. Cena zbycia została ustalona na kwotę 15 tys. PLN, która to cena została uregulowana po dniu bilansowym. W Ailleron pozostały wartości niematerialne i prawne związane z prawami do wykorzystania oprogramowania iLumio, za które wnoszona jest comiesięczna opłata dla Ailleron przez okres 10 lat, po którym to czasie Dawone będzie mieć możliwość wykupu tych praw.
- 22 grudnia 2022 roku została zawarta pomiędzy Software Mind, a dotychczasowym współnikiem Chmurowisko, **umowa nabycia udziałów w Chmurowisko sp. z o.o.** oraz porozumienie do umowy nabycia udziałów w Chmurowisko sp. z o.o. z dnia 18 lutego 2022 r. Transakcja polegała na wykupieniu przez SM od dotychczasowego współnika Chmurowisko 33,12% udziałów. Tym samym SM będzie posiadał 100% udziałów w Chmurowisko oraz tyle samo procent głosów na Zgromadzeniu Wspólników tej Spółki.
- 27 stycznia 2023 roku zarejestrowane zostało **podwyższenie kapitału zakładowego w Code Factory SRL** z siedzibą w Kiszyniowie (Mołdawia) w drodze utworzenia 1080 nowych udziałów, objętych przez menadżerów Code Factory MLD. W rezultacie, Software Mind posiada 83,33% udziałów w Code Factory MLD oraz tyle samo procent głosów na zgromadzeniu wspólników tej spółki.
- **Umowa z VeloBank na usługi informatyczne i rozwój oprogramowania.** 9 lutego 2023 roku wpłynęła do spółki podpisana umowa ramowa o wykonanie prac informatycznych pomiędzy spółką zależną Ailleron Outsourcing Services spółka z o.o, a VeloBank S.A., której przedmiotem jest określenie ramowych warunków współpracy w zakresie świadczenia przez AOS na rzecz VeloBank usług dotyczących rozwoju oprogramowania przez dedykowane zespoły specjalistów. Współpraca ma w szczególności dotyczyć analizy wymagań i analizy funkcjonalnej dla systemów informatycznych, projektowania systemów informatycznych, oraz wykonywania usług programistycznych. Metodyka rozliczania świadczeń oparta jest na formule time _materials, niemniej Strony nie wykluczają realizacji usług według ustalonej ceny. Umowa z VeloBankiem wpisuje się w strategię grupy związaną z segmentem Financial Technology Services (FTS), czyli dostawami usług programistycznych dla branży finansowej.
- **Utworzenie spółki zależnej Software Mind w Niemczech.** 16 lutego 2023 roku zarejestrowana została spółka pośrednio zależna od Ailleron S.A. – Software Mind, GmbH z siedzibą w Leipzig. Nowopowstała spółka jest podmiotem bezpośrednio zależnym od Software Mind Sp. z o.o. Spółka zależna zawiązana została w formie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością (GmbH – Gesellschaft mit beschränkter Haftung), w której Software Mind będzie posiadał 100% udziałów. Utworzenie Software Mind GmbH związane jest z planami Software Mind dotyczącymi intensyfikacji działań na rynku DACH oraz realizacji nowych kontraktów.

AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH

Wybrane dane finansowe (mln zł)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	r/r	1Q23P	2Q23P	3Q23P	4Q23P	2021	2022	2023P	r/r
Przychody	76,7	101,7	111,7	123,1	72%	105,2	112,0	113,6	131,0	216,8	410,1	461,7	13%
zysk brutto na sprzedaży	22,3	24,3	36,8	29,0	5%	22,0	24,9	24,5	30,4	70,4	115,3	101,8	55%
rentowność	29,1%	23,9%	33,0%	23,5%		20,9%	22,3%	21,6%	23,2%	32,5%	28,1%	22,1%	
koszty sprzedaży	-5,2	-6,9	-6,8	-0,9	-89%	-3,2	-2,4	-1,4	-4,8	-21,1	-19,7	-11,8	50%
koszty ogólnego zarządu	-7,4	-10,4	-14,7	-9,0	17%	-9,5	-10,1	-10,6	-10,5	-21,9	-41,4	-40,7	66%
pozostałe przychody operacyjne	0,0	0,1	0,3	0,1		0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	0,4	46%
pozostałe koszty operacyjne	-0,4	-0,1	-0,1	-3,2		-0,2	-0,1	0,0	-0,9	-0,1	-4,0	-1,3	
EBIT	9,4	7,0	15,5	16,0	30%	9,2	12,4	12,6	14,3	27,4	50,6	48,5	47%
EBITDA	12,2	10,2	18,8	19,5	35%	12,4	15,9	15,7	17,8	27,4	63,5	61,8	93%
przychody i koszty finansowe	4,1	1,0	3,7	-3,0		-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,8	-0,3	-3,9	
zysk brutto	13,5	8,0	19,2	13,0	4%	8,2	11,4	11,7	13,4	25,6	50,3	44,6	55%
podatek	2,2	2,3	4,7	0,1	-97%	2,2	3,0	3,1	3,5	8,5	9,8	11,8	12%
Zysk (strata) netto	11,3	5,7	14,5	12,9	44%	6,0	8,4	8,6	9,8	17,1	38,5	32,8	77%
Zysk (strata) netto j.d.	-0,7	3,0	5,6	5,5	23%	2,5	3,4	3,5	4,0	7,5	13,2	13,5	39%

Źródło: Ailleron, P - prognoza Noble Securities

Ze względu na wyniki raportowane za 2022 znacznie przekraczające nasze wcześniejsze założenia podwyższamy nasze prognozy dotyczące sprzedaży i prognozujemy 13 % wzrost do 461,7 mln zł w 2023 roku oraz 578,1 mln zł w 2024. W wynikach za 2022 rok konsolidowane były 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

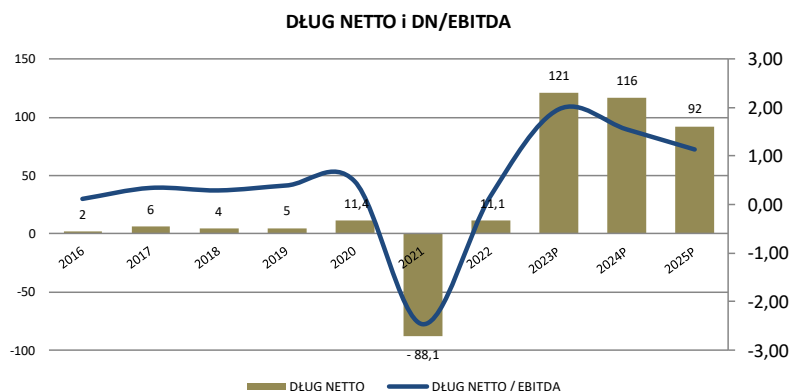
z powyższym Q2 2022 roku jest pierwszym pełnym okresem kiedy następuje konsolidacja tych podmiotów na poziomie Grupy Ailleron. Dlatego też w wynikach pierwszego kwartału '23 powinien być jeszcze widoczny pozytywny jej efekt. Na cały 2023 i 2024 roku prognozujemy, że EBITDA powinna osiągnąć odpowiednio 61,8 i 75,3 mln zł. Przy tych założeniach rentowność EBITDA wyniesie w 2023 roku 13,4 % natomiast 13,0% w 2024. W przypadku zysku netto zakładamy w 2023 osiągnięcie 32,8 mln zł, a na 2024 rok 42,7 mln zł. Zaznaczyć należy, że Zarząd informował podczas konferencji dotyczącej wyników 4Q22, iż grupa w około dwumiesięcznym horyzoncie spodziewa się rozstrzygnięć w negocjacjach z Bankiem Pekao SA, co ostatecznie może oznaczać, że FinTech powinien zacząć trwale dokładać się do wyniku netto dla akcjonariuszy dominujących. Dodatkowo spółka rozpoczęła wdrożenie nowej strategii FinTech na lata 2023 – 2026 poprzez rozwój Financial Technology Services w celu poprawy wyników finansowych i zdolności do generowania gotówki. W perspektywie najbliższych lat celem jest znaczące zwiększenie skali biznesu FinTech głównie w modelu time & material i osiągnięcie porównywalnej rentowności i zdolności do generowania gotówki z Software Mind. W przypadku segmentu HotelTech, miało miejsce zakończenie procesu MBO. Zgodnie z umową przyrzeczoną przeniesienie własności ZCP nastąpiło z dniem 1 stycznia 2023 roku, co oznacza że od tego czasu segment przestanie kontrybuować negatywnie do wyników grupy. W dalszym ciągu największe szanse na dynamiczną poprawę widzimy w dominującym segmencie Technology Services (d. Enterprise Services) związane z dokapitalizowaniem przez Enterprise Investors i zapowiadany dalszymi planami rozwoju Software Mind, przy czym jak wskazuje spółka w 2023 roku wzrost rynku może być jednak słabszy niż w latach 2021-2022. 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.

	2023 Stara	2023 Nowa	zmiana	2024 Stara	2024 Nowa	zmiana	2025 Stara	2025 Nowa	zmiana
Przychody	446,9	461,7	3%	475,7	578,1	22%	515,7	637,3	24%
zysk brutto na sprzedaży	127,1	101,8	-20%	137,0	127,5	-7%	150,3	140,5	-7%
marża brutto na sprzedaży brutto na sprzedaży	28,5%	22,1%		28,8%	22,1%		29,2%	22,1%	
koszty sprzedaży	43,5	11,8	-73%	46,4	14,8	-68%	50,3	16,4	-67%
EBITDA	54,8	61,8	13%	59,2	75,3	27%	65,0	81,5	25%
EBIT	42,3	48,5	15%	46,7	61,9	33%	52,4	68,1	30%
Zysk netto	25,2	32,8	30%	28,7	42,7	49%	33,0	47,2	43%
Zysk netto j.d.	10,3	13,5	31%	12,3	18,4	49%	14,8	21,2	43%

Źródło: Noble Securities

POZIOM ZADŁUŻENIA W AILLERON

Dług netto ze względu na przeprowadzone akwizycje wzrósł w 2022 do 11,1 mln zł z -88,1 mln zł na koniec 2021 roku i w odniesieniu do 12 mies. EBITDA wyniósł 0,18x vs -2,46x na koniec 2021 roku. Jednakże w dalszym ciągu jest to poziom całkowicie bezpieczny dla wypłacalności spółki. Biorąc jednak pod uwagę zapowiadane dalsze akwizycje, należy założyć, że DN/EBITDA może kształtować się bliżej 2,0 na koniec 2023 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 interpretacją, stosowaniem i zmianami przepisów prawa, w tym prawa podatkowego;
- Ryzyko podatkowe związane z transakcjami z podmiotami powiązаныmi;
- Ryzyko związane z trudnością 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 na Ukrainę i pandemię model biznesowy;
- Stabilna baza Klientów wraz z potencjałem nowych akwizycji (ING, Velo);
- Zainteresowanie Klientów spółki digitalizacją procesów;
- 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 >100 mln zł).

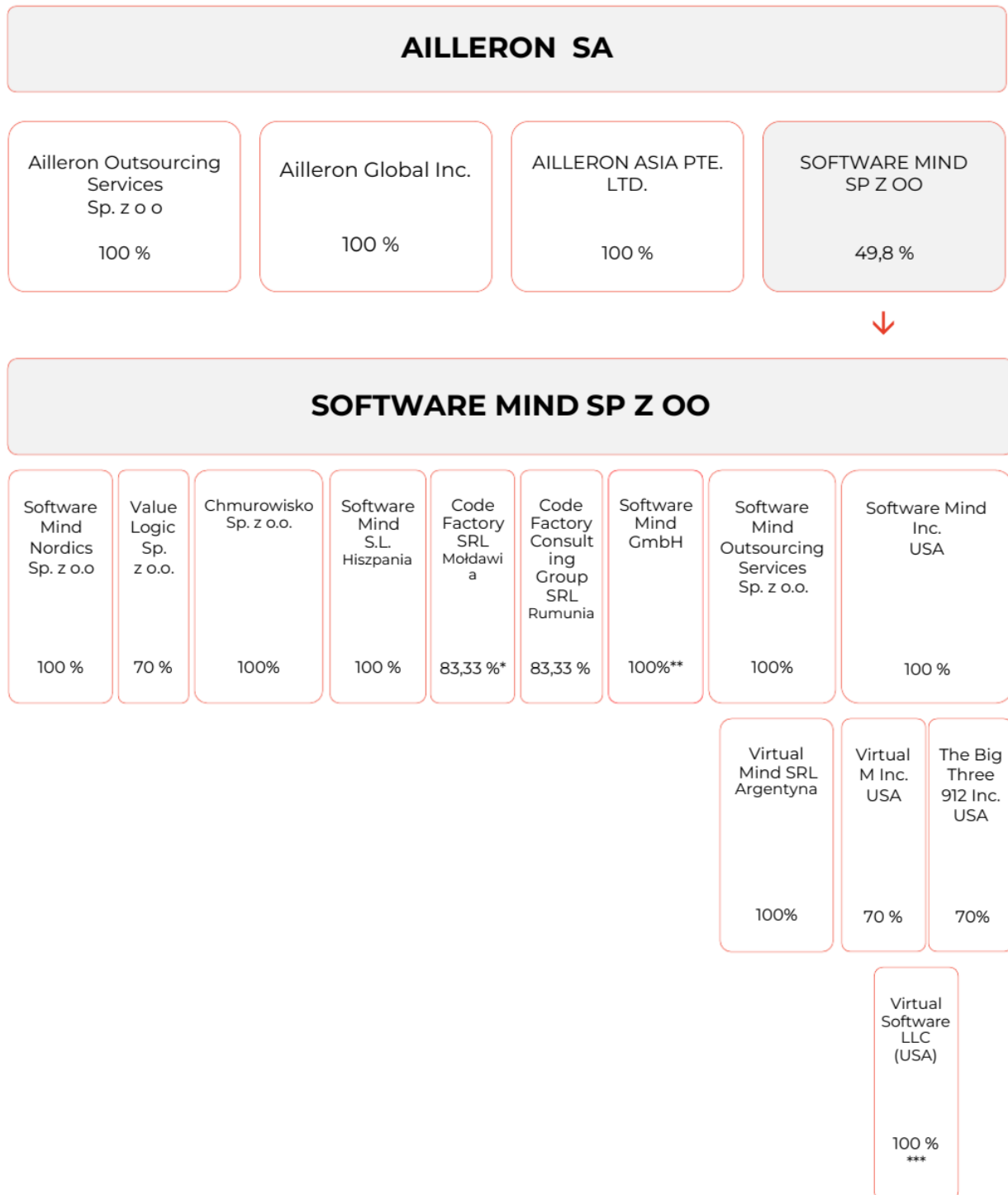
DANE OPERACYJNE**Zatrudnienie w grupie Ailleron**

Na dzień 31.12.2022r. 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



* podwyższenie kapitału i objęcie nowych udziałów przez członków zarządu CF Mołdawi a zostało zarejestrowane 27.01.2023 r. Przed tą datą i na dzień bilansowy 31.12.2022r. SM posiadał 100% udziałów w CF Mołdawi a.

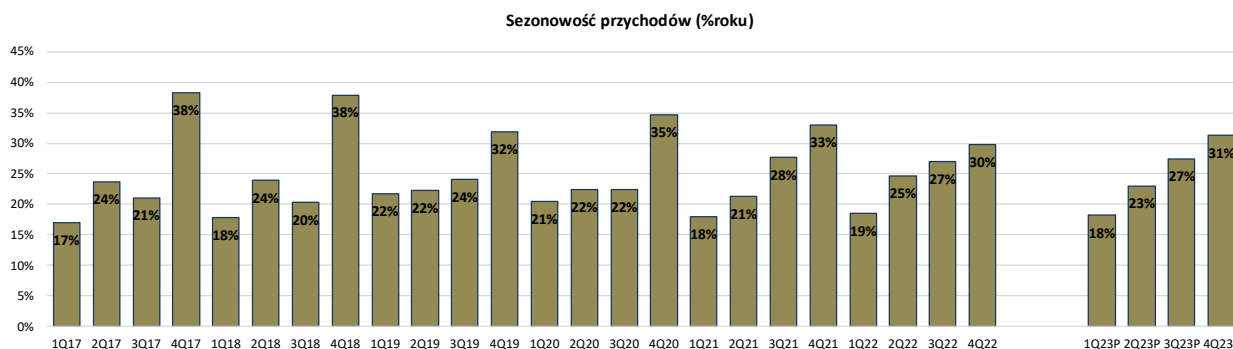
**rejestracja spółki SM GmbH nastąpiła 16.02.2023 r.

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

Źródło: Spółka, oprac. Noble Securities

Sezonowość przychodów

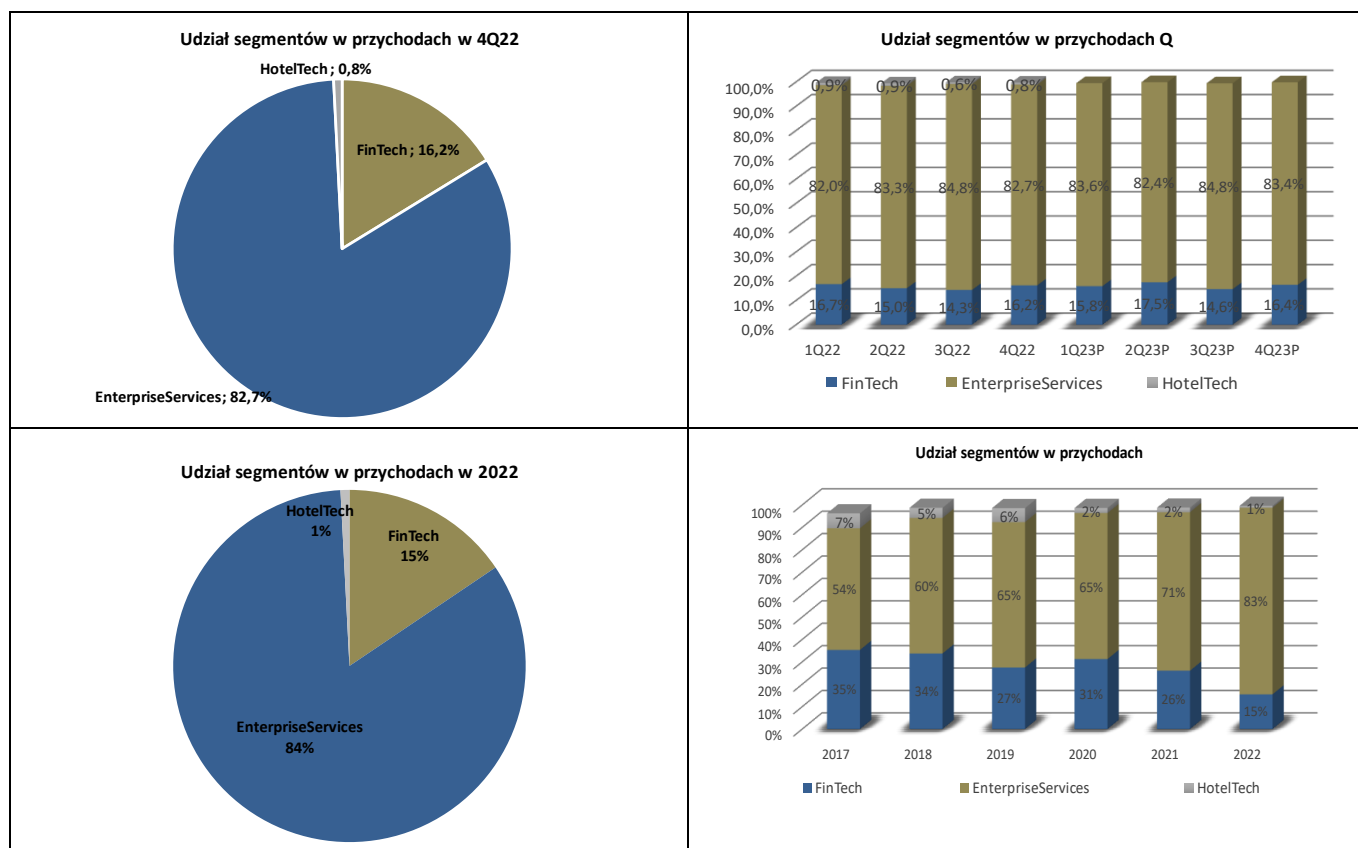
W dotychczasowej działalności spółki występowała zauważalna sezonowość przychodów ze sprzedaży polegająca na tym, że najwyższe przychody były osiągane w czwartym kwartale roku, co jest powszechne w przedsiębiorstwach działających w branży informatycznej. Sezonowość uzasadnia silna koncentracja w 4Q na finalizacji i rozliczeniach kontraktów zawartych w rocznym cyklu budżetowym. Średnio (od 1Q17) pierwszy kwartał odpowiadał za 19% rocznych przychodów, drugi za 23%, trzeci 24% a czwarty za 34%. 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 zмирzała 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 1Q22 wraz z prognozą do 4Q23 oraz w latach od 2017 do 2022. Szczególnie zwraca uwagę rosnące znaczenie segmentu Technology Services (d. EnterpriseServices) oraz malejące udziały HotelTech, które nie będą już uwzględniane począwszy od 1Q23.



Źródło: Spółka, oprac. Noble Securities

Przychody spółki rosną stabilnie rok do roku. CAGR za lata 2016-2022 wynosi 29,0% . Zwraca uwagę mocny spadek udziału kosztów sprzedaży i zarządu w stosunku do przychodów w 4Q22. Jednak, jak wyjaśnia spółka, jest on związany z usystematyzowaniem raportowania dotyczącym zależnych spółek amerykańskich i należy go raczej traktować jednorazowo.



Źródło: Spółka, oprac. Noble Securities

PODSUMOWANIE WYNIKÓW CAŁEGO 2022 ROKU

Główny wpływ na wyniki osiągnięte w 2022 roku miała znaczna poprawa w dominującym segmencie Technology Services. Bardzo dobrze należy ocenić też wyniki na poziomie skonsolidowanym. Przychody ukształtowały się 4% powyżej naszych prognoz, EBIT i EBITDA 25 i 20% odpowiednio. Zysk netto wyniósł 38,5 mln zł vs 30,1 mln zł prognozowane przez nas. Raportowany zysk netto j.d. wyniósł 13,2 mln zł pomimo obciążenia kosztami związanymi z procesami M&A (2,3 mln zł) i odpisem WNiP projektu Robowealth i Chatbot (1,95 mln zł) i plasował się 28% powyżej naszej prognozy. Zwraça uwagę mocna sytuacja płynnościowa, blisko 16 mln zł gotówki netto w grupie pomimo zrealizowanych akwizycji za blisko 130 mln zł.

Wybrane dane finansowe (mln zł)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	r/r	4Q22P	4Q vs. prog.	2021	2022	r/r	2022P	'22 vs. prog.
Przychody	76,7	101,7	111,7	123,1	72%	115,5	7%	216,8	410,1	89%	392,5	4%
zysk brutto na sprzedaży	22,3	24,3	36,8	29,0	5%	35,5		70,4	115,3	64%	108,9	
rentowność	29,1%	23,9%	33,0%	23,5%		30,7%		32,5%	28,1%		27,8%	
koszty sprzedaży	-5,2	-6,9	-6,8	-0,9	-89%	-11,2		-21,1	-19,7	-7%	-31,7	
koszty ogólnego zarządu	-7,4	-10,4	-14,7	-9,0	17%	-9,2		-21,9	-41,4	89%	-36,2	
pozostałe przychody operacyjne	0,0	0,1	0,3	0,1		0,0		0,1	0,4		0,1	
pozostałe koszty operacyjne	-0,4	-0,1	-0,1	-3,2		-0,2		-0,1	-4,0		-0,7	
EBIT	9,4	7,0	15,5	16,0	30%	14,9	7%	27,4	50,6	84%	40,4	25%
EBITDA	12,2	10,2	18,8	19,5	35%	18,2	7%	35,8	63,5	78%	52,8	20%
przychody i koszty finansowe	4,1	1,0	3,7	-3,0		-2,9		-1,8	-0,3		-0,3	
zysk brutto	13,5	8,0	19,2	13,0	4%	12,0		25,6	50,3	96%	39,7	
podatek	2,2	2,3	4,7	0,1	-97%	3,3		8,5	9,8	15%	9,5	
Zysk (strata) netto	11,3	5,7	14,5	12,9	44%	8,7	49%	17,1	38,5	126%	30,1	28%
Zysk (strata) netto j.d.	-0,7	3,0	5,6	5,5	23%	2,9	89%	7,5	13,2	77%	10,3	28%

Źródło: Ailleron, P - prognoza Noble Securities

Przychody netto ze sprzedaży w 2022 roku wyniosły 410,1 mln zł vs 216,8 mln zł przed rokiem, co oznacza wzrost o 89% r/r. Za wzrost przychodów ze sprzedaży odpowiada głównie dynamicznie rozwijający się segment EnterpriseServices, którego dynamika wzrostu przychodów w 2022 wyniosła +124% 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 poniżej 1%. Należy zwrócić uwagę na korzystny trend w zakresie sprzedaży eksportowej, która w 2022 roku 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 za cały 2022 rok 4,8% sprzedaży. Wraz ze wzrostem skali działalności oczekujemy dalszych spadków tego parametru w odniesieniu do przychodów (średnio), przy czym bardzo niski poziom z 4Q22 najprawdopodobniej nie jest regułą, co oznacza że należy liczyć się z korektą w 1Q23. Koszty ogólnego zarządu od 1Q20 oscylują generalnie dookoła średniej wynoszącej 10,2% przychodów, a za 2022 wyniosły 10,1% vs 10,1% przed rokiem i 7,3% w czwartym kwartale.

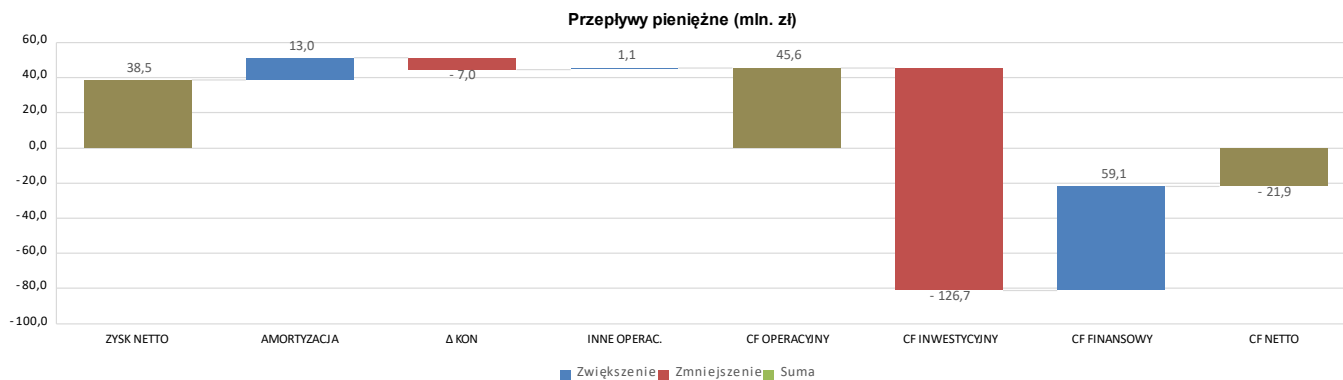
EBIT w 2022 +84% r/r; EBITDA +78% r/r.

Zysk operacyjny Grupy wyniósł 50,6 mln zł, wobec 27,4 mln zł w drugim kwartale 2021 roku, co oznacza wzrost o 84% r/r, za co głównie odpowiada segment EnterpriseServices (54,7 mln zł EBIT). Zysk operacyjny segmentów FinTech oraz HotelTech za 2022 rok niestety w dalszym ciągu pozostaje ujemny, negatywnie wpływając, w dalszej kolejności, na wysokość wyniku dla akcjonariuszy dominujących. W przypadku FinTechu EBIT wyniósł -1,5 mln zł natomiast HotelTech wygenerował 2,0 mln zł straty operacyjnej. EBITDA skonsolidowana wzrosła rok do roku o 78% do kwoty 63,5 mln zł vs 35,8 mln zł przed rokiem. W przypadku FinTechu dzieje się tak ze względu na negatywny wpływ realizowanego kontraktu w części corporate o którym wspominaliśmy oraz koszty inwestycji, jakie były ponoszone w obszarze LiveBank SaaS.

Zysk netto

Na poziomie skonsolidowanym zysk netto wyniósł 38,5 mln zł, wobec 17,1 mln zł przed rokiem, co oznacza wzrost o 126% i jest rekordowy w historii spółki. Rekordowy jest również zysk netto jednostki dominującej za 2022 rok – wzrost r/r z 7,4 mln zł do 17,7 mln zł (+137% bez uwzględnienia zdarzeń jednorazowych). Raportowany zysk netto jednostki dominującej to 13,4 mln zł i jest on obciążony kosztami związanymi z procesami M&A (2,3 mln zł) i odpisem WNiP projektu Robowealth i Chatbot (1,95 mln zł).

Spółka na koniec 2022 roku posiadała 89 mln zł **środków pieniężnych**, natomiast zadłużenie finansowe wynosi 101 mln zł. Oznacza to, że dług netto w odniesieniu do 12 mies. EBITDA wyniósł 0,18x vs -2,46x w 2021. Zwraca uwagę +45,6 mln zł na poziomie OCF, choć przed rokiem było +22,3 mln zł, co oznacza mocną poprawę r/r. Wiążemy to głównie z dynamicznym rozwojem Software Mind.



Źródło: Spółka, oprac. Noble Securities

POLITYKA DYWIDENDOWA

Spółka obecnie nie posiada ustanowionej polityki dywidendowej, a zapowiadane przejęcia raczej wykluczają dzielenie się zyskiem z akcjonariuszami na poziomie wyższym niż w ostatnich dwóch 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).

PROGRAM MOTYWACYJNY

Program Opcji Menedżerskich został wdrożony w celu co najmniej podwojenia kursu akcji w notowaniach na rynku giełdowym, oraz wzrostu wskaźnika zysku netto na jedną akcję - w okresie 4 lat obowiązywania programu. Program jest realizowany w oparciu o emisję do 821 076 warrantów subskrypcyjnych uprawniających do objęcia do 821 076 nowych akcji o wartości nominalnej do 246 322,80 zł. Akcje obejmowane w wykonaniu warrantu subskrypcyjnego będą emitowane w ramach warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego o kwotę do 246 322,80 zł. Warranty subskrypcyjne będą oferowane w trybie subskrypcji prywatnej osobom uprawnionym, za które uznaje się członków Zarządu Spółki, członków stałego personelu lub osoby stale współpracujące na rzecz spółki lub spółki z Grupy Kapitałowej wskazanych spośród osób przyczyniających się znacząco do wzrostu wartości poprzez budowę nowych produktów, nowych modeli biznesowych, ekspansję na nowe rynki, lub posiadających inny istotny wpływ na budowanie wartości spółki. Rada Nadzorcza uchwaliła szczegóły Programu oraz po rozpatrzeniu wniosku Prezesa Zarządu Ailleron S.A. wskazała osoby uprawnione oraz przypisała osobom uprawnionym 640 440 szt. warrantów subskrypcyjnych imiennych. Do osób uprawnionych nie zalicza się Prezesa Rafała Stycznia oraz Wiceprezesa Grzegorza Młynarczyka. Zawarte zostały stosowne umowy uczestnictwa na łączną ilość 607 600 szt. Warrantów subskrypcyjnych - przy czym przyznanie warrantów subskrypcyjnych zamiennych na akcje nastąpi najwcześniej, zgodnie z przyjętymi przez NWZA uchwałami, po zaudytowanych wynikach za rok 2022. Zarząd Spółki postrzega Program Opcji Menedżerskich jako jedno z najważniejszych narzędzi motywujących kluczowy personel do realizacji strategii rozwoju Spółki w obszarach dynamicznie budujących jej rynkową wartość oraz gwarantujących wzrost potencjału rozwojowego w długim okresie.

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 inspiratorka - 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.

Na dzień 31 grudnia 2022 roku Spółka podlegała zbiorowi zasad ładu korporacyjnego „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2021” („Dobre Praktyki 2021”), stanowiącemu załącznik do Uchwały Rady Giełdy Nr 13/1834/2021 z dnia 29 marca 2021 roku. 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 <https://ailleron.com/pl/relacje-inwestorskie/lad-korporacyjny>.

Bilans	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa	277,4	419,1	515,4	540,8	572,1
Aktywa trwałe	96,5	209,6	334,6	330,8	327,3
Rzeczowe aktywa trwałe	22,8	28,4	40,1	36,4	32,9
Inwestycje w jednostkach zależnych	1,4	0,1	0,1	0,1	0,1
Wartości niematerialne	69,3	178,4	291,5	291,5	291,5
Inne aktywa trwałe	3,0	2,9	2,9	2,9	2,9
Aktywa obrotowe	180,9	209,5	180,8	210,1	244,7
Zapasy	1,0	0,7	0,8	1,1	1,2
Należności	59,6	94,4	115,4	150,9	166,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	111,3	89,4	39,5	33,1	52,2
Inne aktywa obrotowe	8,8	25,0	25,0	25,0	25,0
Pasywa	277,4	419,1	515,4	540,8	572,1
Kapitał własny	132,9	141,9	151,4	151,4	154,2
Udziały niekontrolujące	82,6	115,8	135,2	159,6	185,6
Zobowiązania długookresowe	20,7	84,6	144,6	133,6	128,6
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	17,6	83,8	143,8	132,8	127,8
Inne	3,1	0,8	0,8	0,8	0,8
Zobowiązania krótkookresowe	41,1	76,9	84,2	96,3	103,7
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	5,7	16,8	16,8	16,8	16,8
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	19,3	33,2	40,5	52,6	60,0
Inne	16,2	26,9	26,9	26,9	26,9

Źródło: Spółka, Noble Securities

Rachunek zysków i strat	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	216,8	410,1	461,7	578,1	637,3
Zysk brutto na sprzedaży	70,4	115,3	101,8	127,5	140,5
Koszty sprzedaży	-21,1	-19,7	-11,8	-14,8	-16,4
Koszty ogólnego zarządu	-21,9	-41,4	-40,7	-50,5	-55,6
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	0,0	-3,6	-0,9	-0,3	-0,4
EBIT	27,4	50,6	48,5	61,9	68,1
Koszty i przychody finansowe netto	-1,8	-0,3	-3,9	-3,8	-3,9
Udział w zyskach jedn. wyc. metodą praw wł.	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Podatek dochodowy	-8,5	-9,8	-11,8	-15,3	-17,0
Zysk netto	17,1	40,5	32,8	42,7	47,2
Zysk netto przyp. akc. jedn. dominującej	7,5	13,9	13,5	18,4	21,2
Amortyzacja	8,3	13,0	13,3	13,4	13,5
EBITDA	35,8	63,5	61,8	75,3	81,5

Źródło: Spółka, Noble Securities

Rachunek przepływów pieniężnych	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Zysk netto przed opodatkowaniem	25,6	50,1	44,4	57,9	64,0
Amortyzacja	8,3	13,0	13,3	13,4	13,5
Inne	14,4	2,4	4,6	4,6	4,7
Zmiana kapitału obrotowego	-12,8	-8,2	-13,9	-23,6	-8,1
Zapłacony podatek dochodowy	-13,2	-11,6	-11,8	-15,3	-17,0
CF operacyjny	22,3	45,6	36,6	36,9	57,0
CAPEX	-9,1	-7,6	-132,2	-3,6	-4,0
Inne	-22,5	-119,1	-3,2	-3,2	-3,3
CF inwestycyjny	-31,5	-126,7	-135,3	-6,8	-7,3
Transakcja z udziałowcami niekontrolującymi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	-14,9	63,9	54,0	-17,0	-11,0
Inne	112,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki	0,0	-0,8	-1,2	-1,1	-1,1
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-4,0	-4,0	-4,0	-18,3	-18,4
CF finansowy	93,5	59,1	48,8	-36,5	-30,6
CF	84,3	-21,9	-49,9	-6,4	19,1
Stan środków pieniężnych na początek okresu	25,3	111,3	89,4	39,5	33,1
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	109,5	89,4	39,5	33,1	52,2

Źródło: Spółka, Noble Securities

Wybrane wskaźniki	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża brutto na sprzedaży	32,47%	28,11%	22,05%	22,05%	22,05%
marża EBITDA	16,49%	15,49%	13,39%	13,02%	12,79%
marża netto	7,9%	9,9%	7,1%	7,4%	7,4%
Dług netto	-88,1	11,1	121,0	116,4	92,3
Dług netto/EBITDA	-2,5	0,2	2,0	1,5	1,1
Liczba akcji w mln.	12,4	12,6	12,8	13,0	13,2
Dywidenda na akcję	0,32	0,31	0,31	1,41	1,40
P/BV	1,1	1,5	2,0	2,0	2,0

Źródło: Spółka, Noble Securities

Roczne stopy wzrostu	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	39%	89%	13%	25%	10%
EBITDA	50%	78%	-3%	22%	8%
EBIT	77%	84%	-4%	28%	10%
Zysk netto	81%	137%	-19%	30%	11%

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 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 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 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: 2023.05.18, godz. 14:09 . Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 2023.05.18, godz. 14:25.

Autorskie prawa majątkowe do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Rozpowszechnianie lub powielanie Raportu (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody Giełdy 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	nd
Data wydania	2021-09-02	2022-03-03	2022-10-17
Kurs z dnia rekomendacji	13,65	11,40	12,00
Cena docelowa	25,2	19,1	17,5
WIG w dniu rekomendacji (godz. 8:30)	71 093,3	61 010,2	46 570,4

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Sonel	nd	12,9	10,6	10,75	20%	17.05.2023	24M	Michał Sztabler
TIM	nd	41,6	49,2	49,25	-16%	16.05.2023	24M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	337,2	290,0	279,50	21%	09.05.2023	9M	Dariusz Dadej
Selvita	Akumuluj	83,0	74,6	77,10	8%	08.05.2023	9M	Krzysztof Radojewski
XTB	Kupuj	78,9	35,3	42,60	85%	26.04.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Aplisens	nd	20,3	17,3	17,30	17%	21.04.2023	24M	Michał Sztabler
Bioton	nd	5,3	3,5	3,84	39%	20.04.2023	24M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital	nd	36,1	19,5	20,80	74%	20.04.2023	24M	Krzysztof Radojewski
Amica	Akumuluj	84,8	79,7	76,40	11%	24.03.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Dino Polska	Redukuj	358,6	415,5	403,20	-11%	21.03.2023	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Kupuj	18,7	13,8	17,95	4%	21.03.2023	9M	Dariusz Dadej
Pepco Group	Akumuluj	50,1	43,7	40,62	23%	20.02.2023	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Kupuj	72,5	52,8	40,10	81%	27.01.2023	9M	Michał Sztabler
Molecure	Kupuj	20,8	14,7	22,90	-9%	05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	30,9	15,1	14,00	121%	05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	192,0	164,0	158,00	22%	05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	85,4	54,6	56,30	52%	05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Forte	Trzymaj	21,3	21,0	26,40	-19%	03.01.2023	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Kupuj	51,5	38,2	40,10	28%	28.12.2022	9M	Michał Sztabler
Wielton	Trzymaj	6,6	6,7	9,54	-31%	28.12.2022	9M	Michał Sztabler
TIM	nd	37,9	28,2			12.12.2022	24M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	18,3	14,4	17,30	6%	06.12.2022	24M	Michał Sztabler
Aparator	Redukuj	12,9	15,0	15,70	-18%	06.12.2022	9M	Michał Sztabler
Sonel	nd	10,2	9,7			06.12.2022	24M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Kupuj	371,7	293,0			26.10.2022	24M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Trzymaj	30,5	30,6	40,10	-24%	20.10.2022	9M	Michał Sztabler
Selvita	Akumuluj	97,5	86,0			20.10.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Ailleron	nd	17,5	12,0	20,50	-15%	17.10.2022	24M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	29,6	16,1			07.10.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	4,7	3,8			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
Aparator	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

(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
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

Dariusz Nawrot
dariusz.nawrot@noblesecurities.pl
tel.: +48 783 391 515