

Ailleron – rekordowy rok 2021

Cały rok 2021 okazał się historycznie rekordowy dla spółki pod względem wyników na wszystkich poziomach. Zaangażowanie kapitałowe Enterprise Investors w Software Mind już zaczyna być widoczne w mocno rosnących dynamikach spółki zależnej. Plany dalszego rozwoju dominującego segmentu Enterprise Services, jak również dalsze prace nad LiveBank, flagowym produktem w segmencie FinTech w dalszym ciągu oceniamy pozytywnie. Aktualizując wycenę spółki uwzględniamy zmiany kapitałowe w grupie, widząc szybki rozwój podnosimy prognozy przychodów na najbliższe lata oraz korygujemy w DCF dane dotyczące RFR i ERP. W konsekwencji wyceniamy spółkę w horyzoncie 24- miesięcznym na 19,1 zł/akcję, co daje 68% potencjał wzrostowy.

Zakładamy kontynuację po mocnym 2021 roku

W 2021 roku Ailleron zanotował na poziomie skonsolidowanym przychody ze sprzedaży w wysokości ponad 216,8 mln zł, tj. o blisko 39% więcej r/r. EBITDA wzrosła o 50% r/r do 35,8 mln zł. Zysk operacyjny wyniósł 27,5 mln zł, a zysk netto ogółem 17,1 mln zł. Zysk przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej wyniósł 7,37 mln zł. Biorąc pod uwagę, że ostatnio ogłoszone akwizycje zaczęły być najprawdopodobniej konsolidowane już od marca br. można nawet oczekiwać dynamik zbliżonych do ub.r. choć nasza konserwatywna prognoza zakłada wzrost przychodów o ~20%.

Akwizycje i wzrost skali mają uzupełnić ubytek w zysku jednostki dominującej

Jak przyznaje Zarząd po sprzedaży 50,2% udziałów w Software Mind na poziomie wyniku netto przypadającego dla jednostki dominującej widać niższe poziomy niż w 2020 r. Ubytek w zysku j.d. ma być z nawiązką uzupełniony wzrostem skali biznesu poprzez akwizycje, co powinno wpłynąć na poprawę wyników. Wg zapowiedzi ma to się stać już w 2022 r., a biorąc pod uwagę szybki rozwój SM na przestrzeni 2021 roku oraz dodatkowo spodziewaną poprawę w wynikach segmentu FinTech wydaje się bardzo prawdopodobne.

Inwestycje Software Mind

Software Mind poinformował o rozpoczęciu kolejnej rundy rozmów akwizycyjnych. Wg Zarządu dysponuje na ten cel jeszcze kwotą ~80 mln zł. Dotychczas spółka zainwestowała w przejęcia niemal 130 mln zł i w efekcie dołączyła do grupy ValueLogic i Chmurowisko z Polski, Code Factory z Rumunii i Virtual Mind z Argentyny. Software Mind jest zainteresowany zespołami poszerzającymi kompetencje grupy, przybliżającymi do strefy czasowej klientów, które dają możliwość skalowania biznesu i zwiększającą potencjał marżowy.

Możliwe wydzielenie segmentu hotelowego

Ailleron zamierza w najbliższym czasie rozwijać najmniejszy segment działalności, HotelTech (rozwiązania dla branży hotelarskiej), a docelowo planuje jego wydzielenie i pozyskanie inwestora. Najistotniejszą częścią tego obszaru jest iLumio, czyli platforma integrująca m.in. funkcje rezerwacyjne oraz telewizję hotelową.

Wartość akcji AilleronSA oszacowana została na podstawie wyceny metodami: DCF (18,0 zł) oraz porównawczą (14,1 zł), co po zważeniu powyższych wycen równymi wagami dało 24-miesięczną cenę docelową równą 19,1 zł.

mln zł	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	156	217	263	291	320
EBITDA	24	36	38	48	56
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	6	7	8	9	11
EPS	0,46	0,56	0,58	0,71	0,81
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4
P/E (x)	23,5	19,1	18,6	15,6	13,8
EV/EBITDA (x)	6,5	3,8	8,7	6,6	5,8

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

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLECKI

Cena bieżąca	11,4 zł
Wycena	19,1 zł
Potencjał wzrostu	+68%
Kapitalizacja	141 mln zł
Free float	34,5%
Śr. wolumen 6M	16 683



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 multimedialnych 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.	21,2%
ESALIENS TFI	10,5%
Grzegorz Młynarczyk	5,7%
Aviva Investors TFI	5,2%
Pozostali	33,8%

Źródło: Spółka, Stooq.pl

Dariusz Dadej

dariusz.dadej@noblesecurities.pl

+48 602 445 334

WYCENA

Akcje Ailleron wyceniliśmy przy wykorzystaniu 2 metod: DCF oraz porównawczej przypisując im równe wagi wyznaczając 24 miesięczną cenę docelową równą 19,1 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	18,0	19,2	-6%
Wycena porównawcza	0,50	14,1	24,5	-42%
Średnia ważona metod		16,1	21,8	-26%
Cena docelowa (24M)		19,1	25,2	-24%
Cena aktualna		11,4	13,7	-17%
Potencjał		68%	85%	

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na początek marca 2022 roku (poprzednio początek września 2021 roku),
- Poziom długu netto na dzień 31.12.2021 r. w wysokości -87 mln zł (poprzednio na dzień 31.12.2020 r. w wysokości 11 mln zł),
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 1,0% (bez zmian),
- Efektywna stopa podatkowa na poziomie 27% (bez zmian),
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 4,00% (poprzednio 1,83%), premia za ryzyko w wysokości 5,08% (poprzednio 5,54%), beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

WYCENA DCF

DCF	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży	262,9	291,4	319,8	347,4	373,6	397,8	419,3	437,6	452,1	462,4
NOPAT	18,8	23,1	25,2	27,0	28,3	29,1	29,4	28,9	27,6	25,5
Amortyzacja	12,4	16,8	21,7	18,5	18,6	18,7	18,8	18,9	19,0	19,1
Zmiany KON	-15,7	-6,2	-6,2	-6,0	-5,7	-5,3	-4,7	-4,0	-3,1	-2,2
CAPEX	-189,8	-3,2	-3,6	-4,0	-4,5	-5,0	-5,6	-6,3	-7,1	-7,9
FCFF	-174,3	30,6	37,2	35,5	36,7	37,6	37,9	37,5	36,4	34,5
WACC	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%
Współczynnik dyskonta	0,93	0,86	0,79	0,72	0,66	0,61	0,56	0,52	0,47	0,44
DFCFF	-162,5	26,2	29,3	25,7	24,4	22,9	21,3	19,4	17,3	15,0
SUMA DFCFF do 2031	39									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	1,0%									
Wartość rezydualna na 2031	445									
Zdyskontowana wartość rezydualna	194									
Wartość Firmy (EV)	233									
Dług netto 31.12.2021	-87									
Udziałowcy mniejszościowi	83									
Wartość kapitałów własnych	237									
Liczba akcji (w mln.)	13,2									
Wartość na 1 akcję	18,0									

Źródło: Noble Securities

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-1%	0%	1%	2%	3%
WACC - 1,0%	18,0	19,9	22,4	25,8	30,6
WACC - 0,5%	16,3	17,9	20,1	22,8	26,7
WACC	14,8	16,2	18,0	20,3	23,4
WACC + 0,5%	13,4	14,6	16,2	18,1	20,7
WACC + 1,0%	12,2	13,2	14,6	16,2	18,4

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%
Efektywna stopa podatkowa	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
Koszt długu	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Koszt długu po tarczy	4,02%	4,02%	4,02%	4,02%	4,02%	4,02%	4,02%	4,02%	4,02%	4,02%
Dług netto/EV	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
WACC	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%

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 premią na bazie P/E oraz dyskontem na bazie EV/EBITDA 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	1 303	15,2	14,6		9,9	9,4	
COMARCH	1 399	11,6	11,5	10,2	4,2	3,9	3,6
NEOGRID PARTICIP	544	20,3	15,9		8,2	6,4	
ACCELYA SOLUTION	769						
BILOT OYJ	130	13,7	10,4	9,2	6,7		
LSISOFT	48	5,1	6,5		4,2	4,7	
ECKOH PLC	713	28,3	21,3		19,2	12,9	
SYLOGIST LTD	812	57,5	31,3		13,9	11,3	
ZEDGE INC-B	379	10,4	8,9				
LIVECHAT SOFTWARE	2 408	18,3	16,1	15,1	15,4	13,6	12,6
WEDIA	159	23,8	19,3				
PROLOGUE - REG	116	14,0	9,3		6,5	5,6	
IT LINK SA	223	13,5	12,6		6,2	5,9	
ŚREDNIA		19,3	14,8	11,5	9,4	8,2	8,1
Ailleron	141	18,6	15,6	13,8	8,7	6,6	5,8
Premia/dyskonto do średniej (%)		-4%	5%	20%	-8%	-19%	-29%
Implikowana wartość godziwa Ailleron		11,8	10,8	9,5	13,7	17,4	21,5
Implikowana wartość godziwa Ailleron				14,1			

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na: 2022.03.03 9:34

OSTATNIE ISTOTNE WYDARZENIA

- **Rozpoczęcie współpracy ze spółką Snow Software Ltd. Z siedzibą w Bracknell w Wielkiej Brytanii.** W dniu 4 listopada 2021 wpłynęło pierwsze zamówienie realizacyjne w ramach umowy ramowej o współpracy zawarte przez Software Mind Sp. z o.o. – z nowym kontrahentem – spółką Snow Software Ltd. Z siedzibą w Bracknell w Wielkiej Brytanii. Przedmiotem współpracy jest świadczenie przez SM wyspecjalizowanych usług informatycznych i consultingowych w zakresie wytwarzania oprogramowania. Software Mind będzie uczestniczył w tworzeniu zespołów zaangażowanych w rozwój rozwiązań informatycznych Snow Software w obszarze platformy technologii intelligence. Kontrakt jest rozwojowy i zakłada sukcesywne zwiększanie zaangażowania zespołu po stronie Software Mind, dalszy rozwój współpracy o kolejne zamówienia i zespoły projektowe i tym samym wzrost generowanych przychodów.
- **Zawarcie przez Software Mind przedwstępnej umowy nabycia udziałów w Code Factory Consulting Group SRL oraz Code Factory SRL.** W dniu 29 listopada 2021 roku została zawarta pomiędzy Software Mind Sp. z o.o. a spółkami Code Factory Consulting Group SRL z siedzibą w Rumunia oraz Code Factory SRL z siedzibą w Mołdawii, przedwstępna umowa sprzedaży na rzecz spółki Software Mind 100% udziałów w kapitale zakładowym w/w spółek. Code Factory ROM i Code Factory MLD to podmioty działające w branży IT od 2004 roku, które dostarczają swoje usługi klientom z branż fintech, e-commerce oraz sport betting on-line m.in. w, Wielkiej Brytanii, USA, Kanadzie, Niemczech, Malcie, Republice Południowej Afryki i w Korei Południowej, pomagając budować swoim klientom przewagę na rynku, poprzez wspieranie ich w cyfrowej transformacji. Spółki generują łącznie przychody roczne na poziomie ok. 11 mln EUR. Akwizycja otwiera Software Mind możliwość wejścia na rynek wysokiej klasy specjalistów IT z obszaru Bałkanów i tym samym stwarza możliwość budowania zespołów programistów poza Polską.
- **Utworzenie spółki zależnej Software Mind w Hiszpanii.** Software Mind, S.L. z siedzibą w Madrycie jest podmiotem bezpośrednio zależnym od Software Mind Sp. z o.o. w której SM będzie posiadał 100% udziałów. Utworzenie Software Mind, S.L. związane jest z planami Software Mind dotyczącymi intensyfikacji działań w obrębie Półwyspu Iberyjskiego oraz realizacji nowych kontraktów. Spółka będzie prowadzić działalność w sektorze IT, implementując dotychczas stosowane w ramach Grupy rozwiązania software'owe na rynku informatycznym oraz świadczyć usługi w zakresie wsparcia produktów software'owych. Zawiązanie spółki wpisuje się w działalność operacyjną i strategię Grupy, zmierzającą do wdrażania autorskich rozwiązań i świadczenia najwyższej jakości usług IT na rynku międzynarodowym.
- 18 lutego 2022 roku została zawarta pomiędzy Software Mind Sp. a obecnymi wspólnikami **Chmurowisko, Sp. z o.o.** transakcja polegająca na wykupieniu przez Software Mind od dotychczasowych wspólników Chmurowisko 59,01% udziałów w Chmurowisko oraz na podwyższeniu kapitału zakładowego tej spółki i objęciu 30 nowych udziałów przez Software Mind. Tym samym, docelowo (po rejestracji w KRS) Software Mind będzie posiadał 66,9% udziałów w Chmurowisko oraz tyle samo procent głosów na Zgromadzeniu Wspólników tej spółki.
- 22 lutego 2022 roku została zawarta przez spółki Grupy Software Mind umowa dotycząca nabycia 70% udziałów w kapitale zakładowym spółek **Virtual M Inc.** Z siedzibą w Delaware (USA) oraz **The Big Three 912 Inc.** z siedzibą w Delaware (USA), uprawniających do takiego samego odsetka głosów na zgromadzeniach wspólników tych spółek, zawarta pomiędzy Software Mind Inc., a obecnymi wspólnikami VM USA i The Big Three 912, w rezultacie czego doszło do pośredniego nabycia 70% kapitału w Virtual Software LLC z siedzibą w USA; oraz o przedwstępnego nabycia 100% udziałów w kapitale zakładowym **Virtual Mind SRL z siedzibą w Buenos Aires (Argentyna)**, uprawniających do takiego samego odsetka głosów na zgromadzeniu wspólników tej spółki, zawarta pomiędzy Software Mind sp. z o.o. oraz spółką pośrednio zależną – Software Mind Outsourcing Services sp. z o.o. jako kupującymi a obecnymi wspólnikami VM AR.
- 25 lutego 2022 roku została zawarta pomiędzy Software Mind a obecnymi wspólnikami spółek: Code Factory Consulting Group SRL z siedzibą w Bukareszcie (Rumunia) oraz Code Factory SRL z siedzibą w Kiszyniowie (Mołdawia) finalna umowa sprzedaży (29 listopada 2021 roku została podpisana umowa przedwstępna) na rzecz Software Mind 100% udziałów w kapitale zakładowym Code Factory ROM i Code Factory MLD, uprawniających do 100% głosów na zgromadzeniu wspólników tych spółek. Zarówno w wypadku Code Factory ROM jak i Code Factory MLD transakcja zakłada, że w ciągu 60 dni od zawarcia umowy zostaną wyemitowane udziały w Code Factory ROM i Code Factory MLD, które zostaną objęte przez menadżerów każdej z tych spółek. Tym samym, docelowo Software Mind będzie posiadał po 83,33% udziałów w Code Factory ROM i Code Factory MLD, oraz tyle samo procent głosów na zgromadzeniu wspólników tych spółek.

AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH

Wybrane dane finansowe (mln zł)	4Q21	r/r	4Q21P	1Q22P	2Q22P	3Q22P	4Q22P	4Q vs. Prog.	2021	2021P	2022P
Przychody	71,4	32%	71,2	55,6	61,4	67,3	78,7	0%	216,8	216,6	262,9
zysk brutto na sprzedaży	27,7	46%	22	16	19	18	24		70,5	64,6	77,6
rentowność	38,8%	10%	30,7%	28,6%	31,4%	27,2%	30,7%		32,5%	29,8%	29,5%
koszty sprzedaży	-7,8	36%	-7,7	-6,3	-6,4	-6,6	-9,1		-21,1	-21,1	-28,3
koszty ogólnego zarządu	-7,7	35%	-6,0	-5,0	-5,5	-6,3	-6,3		-21,8	-20,2	-23,1
pozostałe przychody operacyjne	0,1		0,0	0,1	0,0	0,0	0,0		0,1	0,0	0,1
pozostałe koszty operacyjne	0,0	-105%	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,2		-0,1	-0,3	-0,4
EBIT	12,4	69%	7,9	4,5	7,2	5,4	8,6	56%	27,5	23,1	25,8
EBITDA	14,5	50%	11,0	7,6	10,4	8,2	12,0	32%	35,9	32,3	38,1
przychody i koszty finansowe	0,2	-2%	-0,6	-0,8	-1,3	-1,3	-1,3		-1,8	-2,6	-4,8
zysk brutto	12,6	67%	7,3	3,8	5,9	4,1	7,3		25,7	20,5	21,0
podatek	3,5	105%	2,0	1,0	1,6	1,1	1,9		8,6	7,0	5,6
Zysk (strata) netto	9,1	56%	5,4	2,8	4,3	3,0	5,3	68%	17,1	13,4	15,4
Zysk (strata) netto j.d.	4,5		2,3	1,4	2,1	1,5	2,7		7,4	5,8	7,7

Źródło: Ailleron, P - prognoza Noble Securities

Ze względu na rekordowy dla spółki rok 2021 i widoczny od 1Q20 trend poprawy efektywności, oraz zapowiedzi Zarządu dotyczące założeń akwizycyjnych na 2022 rok podwyższamy nasze założenia dotyczące sprzedaży i prognozujemy 21 % wzrost do 262,9 mln zł w 2022 roku oraz 290,7 mln zł w 2023. Spółka konsoliduje już ValueLogic i najprawdopodobniej w marcu 2022 zaczną być konsolidowane firmy Code Factory w Rumunii oraz Mołdawii, które generują ok. 11 mln euro przychodów rocznie. Uwzględniając środki własne i dostępny potencjalny dług, spółka ma do dyspozycji jeszcze prawie 100 mln zł na przejęcie. 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 38,1 i 46,0 mln zł. Przy tych założeniach rentowność EBITDA wyniesie w 2022 roku 14,5 % vs. prognozowane 14,9 % w 2021 roku by wzrosnąć do 15,8% w 2023. W przypadku zysku netto zakładamy w 2022 osiągnięcie 15,4 mln zł, a na 2023 rok 17,1 mln zł. Zaznaczyć należy, że Zarząd informował, iż grupa spodziewa się z końcem roku 2021 dodatnich wyników operacyjnych we wszystkich segmentach swojej działalności i jak okazało się słowa dotrzymał, co oznacza że FinTech powinien zacząć trwale dokładać się do wyniku netto. W 2022 i 2023 roku zakładamy poprawę na wszystkich raportowanych poziomach. W dalszym ciągu największe szanse na dynamiczną poprawę widzimy w dominującym segmencie Enterprise Services związane z dokapitalizowaniem przez Enterprise Investors i zapowiadanymi dalszymi planami rozwoju Software Mind (Zarząd liczy na co najmniej podwojenie skali biznesu dzięki akwizycjom). Pozytywnie oceniamy również potencjał rozwoju FinTech-u. W listopadzie ub. roku ruszyła sprzedaż produktu LiveBank w modelu SaaS. Na rozwój produktu LiveBank i inwestycje w FinTech firma chce przeznaczyć w tym roku ok. 17 mln zł. Obecnie najmniej optymistycznie co do dynamik rozwoju podchodzimy w najmniejszym segmencie tj. HotelTech (zakładamy w najbliższym czasie niemal płaskie przyrosty r/r). Zarząd wskazuje jednak, że chce rozwijać również ten segment i docelowo planuje jego wydzielenie oraz pozyskanie inwestora. Najistotniejszą częścią tego obszaru jest iLumio, czyli platforma integrująca m.in. funkcje rezerwacyjne oraz telewizję hotelową.

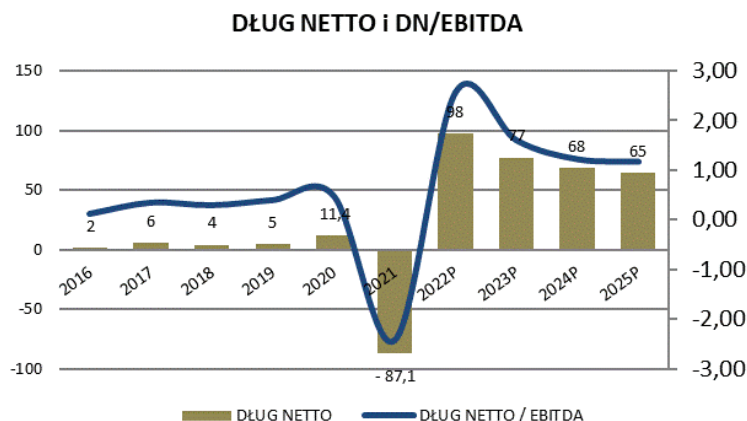
W dalszym ciągu w roku 2022 i w latach kolejnych głównym kierunkiem rozwoju ma być zagranica. Ailleron wdraża swoje rozwiązania już w ponad 30 krajach na pięciu kontynentach i chce mocniej postawić na ekspansję w krajach niemieckojęzycznych takich jak Niemcy, Austria czy Szwajcaria. Równocześnie Spółka rozwija też działalność w Stanach Zjednoczonych i chce tam zwiększać swój udział. Eksport w przychodach Spółki sukcesywnie rośnie - stanowi już ponad 54 % - i taki trend Ailleron chce utrzymać na przyszłość.

	2021 Stara	2021 Nowa	zmiana	2022 Stara	2022 Nowa	zmiana	2023 Stara	2023 Nowa	zmiana
Przychody	184,0	216,8	18%	210,0	262,9	25%	230,0	291,4	27%
zysk brutto na sprzedaży	55,0	70,5	28%	63,0	77,6	23%	69,0	86,0	25%
marża brutto na sprzedaży brutto na sprzedaży	29,9%	32,5%		29,9%	29,5%		29,9%	29,5%	
koszty sprzedaży	20,0	21,1	5%	22,0	28,3	29%	24,0	29,1	21%
EBITDA	26,0	35,9	38%	31,0	38,1	23%	33,0	48,5	47%
EBIT	18,0	27,5	53%	23,0	25,8	12%	25,0	31,7	27%
Zysk netto	11,0	17,1	56%	17,0	15,4	-9%	19,0	18,0	-5%
Zysk netto j.d.		7,4			7,7			9,3	

Źródło: Noble Securities

Poziom zadłużenia w Ailleron

Dług netto spadł w 4Q21 do -89,0 mln zł z 11,4 mln zł na koniec 2020 roku i w odniesieniu do 12 mies. EBITDA wyniósł -2,64x vs 0,5x w 4Q20. Jest to poziom całkowicie bezpieczny dla wypłacalności spółki, jest ona w stanie obecnie w całości regulować swoje zobowiązania środkami obrotowymi. Biorąc jednak pod uwagę zapowiadane 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 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 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 rosnąć 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 przejąć (dostępne finansowanie do 200 mln zł).

DANE OPERACYJNE

Dane dotyczące ostatnich transakcji M&A

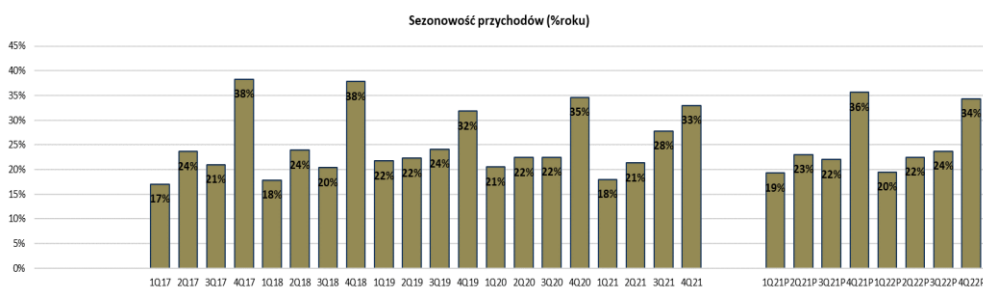
	VALUE LOGIC	CODE FACTORY	VIRTUALMIND	Chmurowisko
Liczba pracowników	100+	200+	150+	25+
Udział	70%	83,3%	70%	66,9%
Siedziba	Wrocław	Rumunia i Mołdawia	Buenos Aires	Warszawa
Przychód 2021	29 mln zł	50,3 mln zł	32,4 mln zł	5,9 mln zł
EBITDA 2021	7,9 mln zł	11,2 mln zł	9,1 mln zł	1,2 mln zł
Przychody r/r	+53%	+33%	+137%	-

Źródło: Spółka, oprac. Noble Securities

Łączne przychody ostatnio ogłaszanych akwizycji spółek za 2021 rok wyniosły 117,6 mln zł, EBITDA 29,4 mln zł co implikuje średnią marżę EBITDA na poziomie 25 % (przy rentowności grupy za 2021 rok na poziomie 16,5%). Wartość inwestycji w cztery spółki, jak podała grupa, to 129 mln zł, przy wycenach na poziomie EV/EBITDA średnio 5,9x. Biorąc pod uwagę zaprezentowane wartości przeprowadzane akwizycje oceniamy pozytywnie.

Sezonowość przychodów

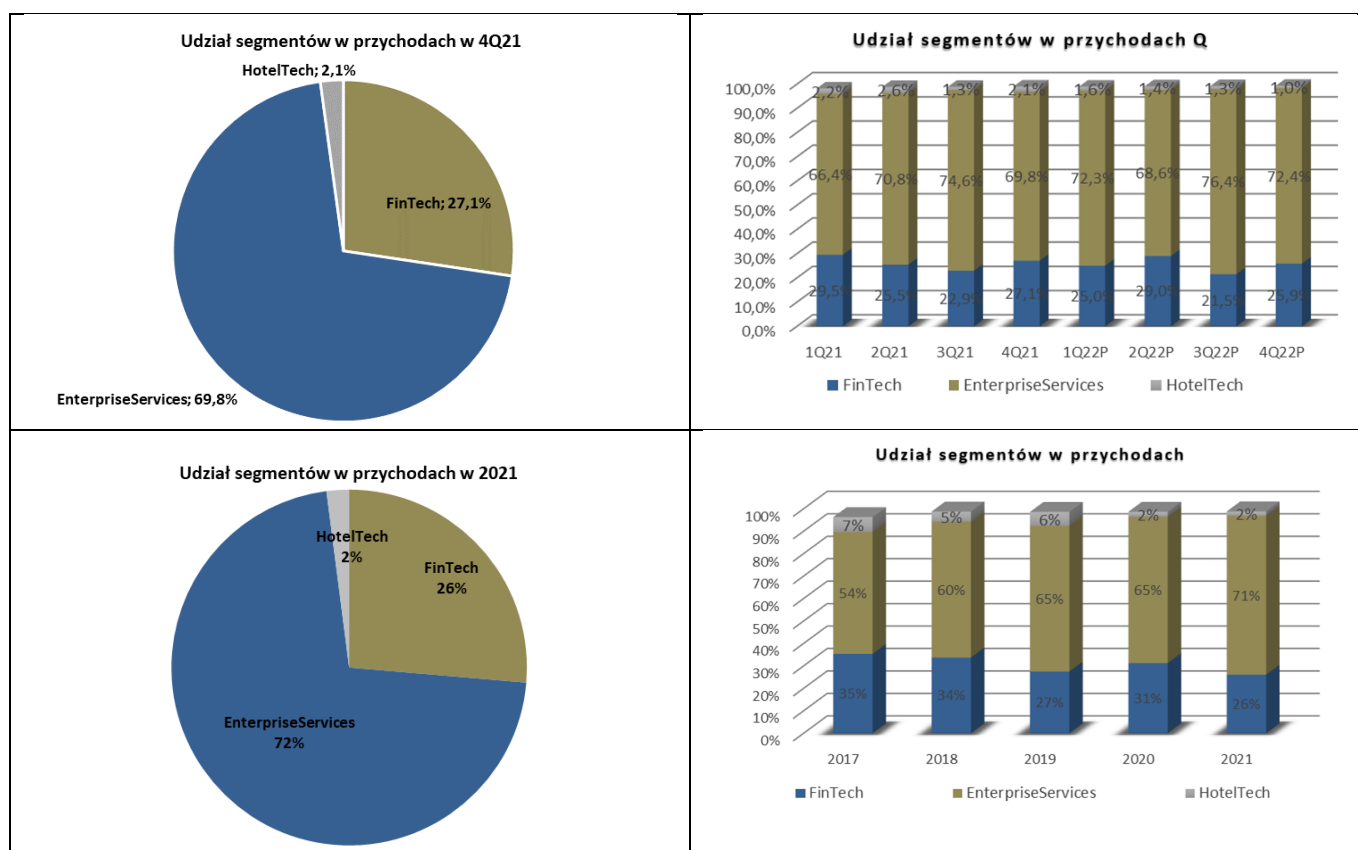
W dotychczasowej działalności spółki występowała zauważalna sezonowość przychodów ze sprzedaży polegająca na tym, że najwyższe przychody były osiągane w czwartym kwartale roku, co jest powszechne w przedsiębiorstwach działających w branży informatycznej. Sezonowość uzasadnia silna koncentracja tego okresu na finalizacji i rozliczeniach kontraktów zawartych w rocznym cyklu budżetowym. Średnio pierwszy kwartał odpowiada za 19% rocznych przychodów, drugi za 23%, trzeci 22% a czwarty za 36%. 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 będzie ulegała stopniowemu wypłaszczaniu.



Źródło: Spółka, oprac. Noble Securities

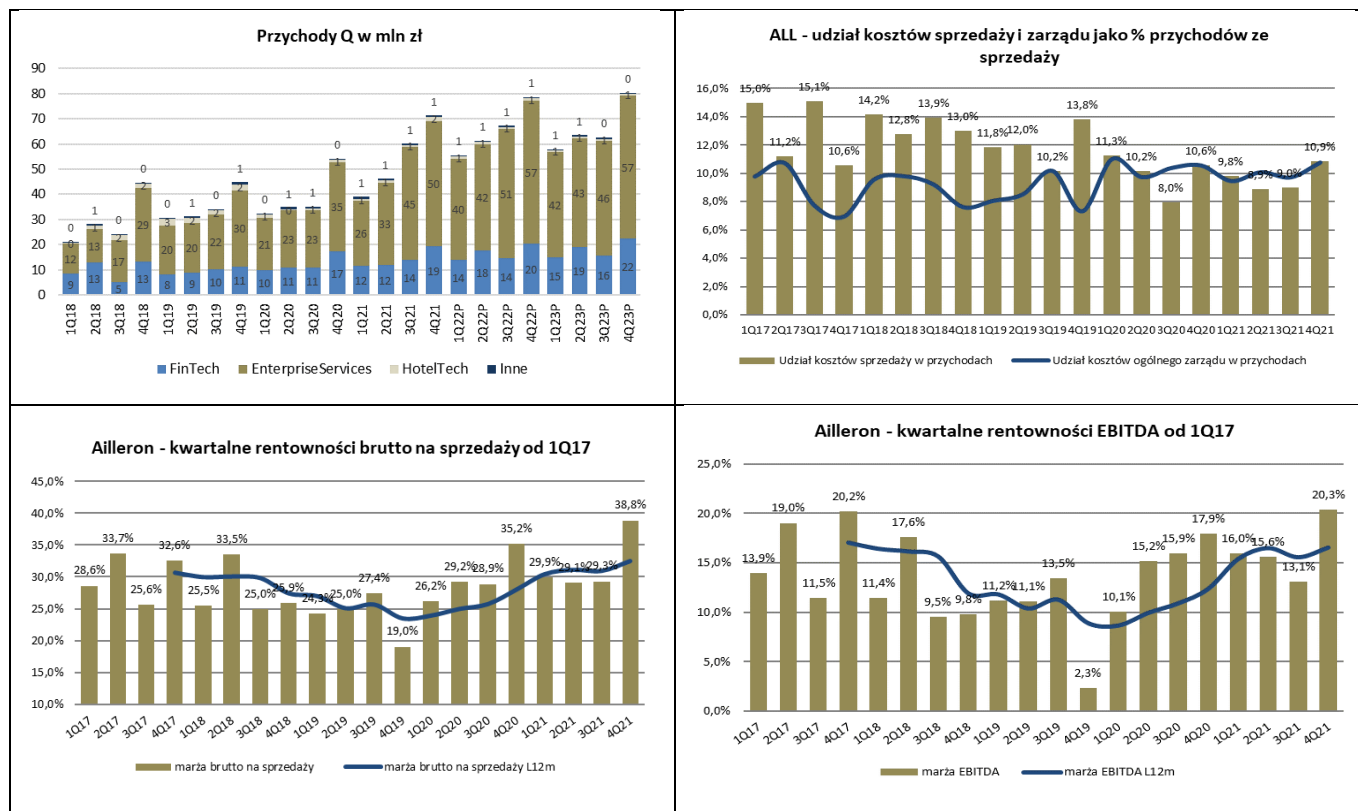
Główne segmenty przychodowe i rentowności

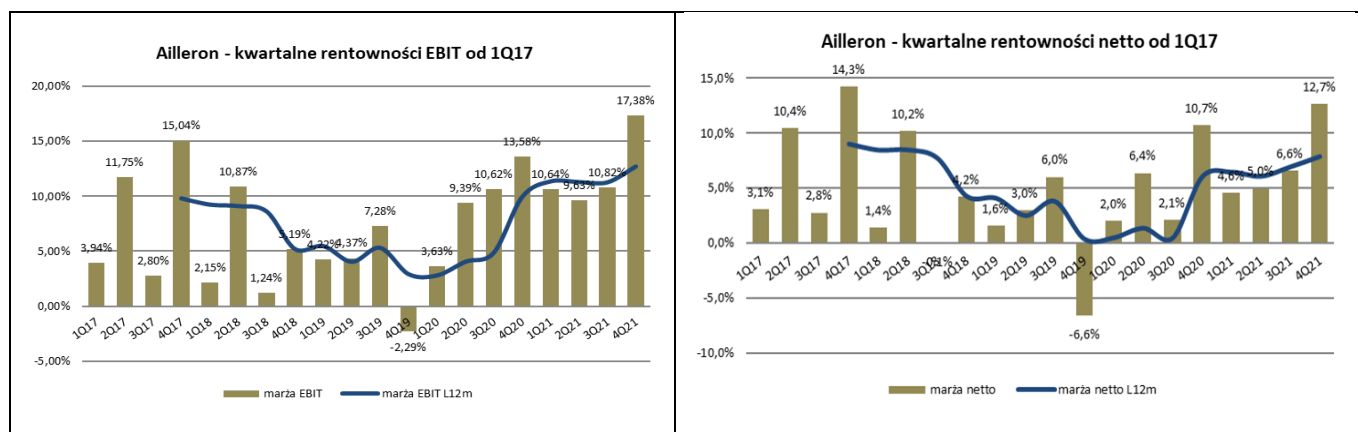
Poniżej przedstawiamy graficznie udział segmentów w przychodach spółki Ailleron w układzie kwartalnym w okresie od 1Q21 wraz z prognozą do 4Q22 oraz w latach od 2017 do 2021. Szczególnie zwraca uwagę rosnące znaczenie segmentu EnterpriseServices oraz malejące udziały HotelTech.



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, który powinien być co najmniej utrzymywany w najbliższym okresie.





Źródło: Spółka, oprac. Noble Securities

PODSUMOWANIE WYNIKÓW 4Q21

Główny wpływ na wyniki Ailleron-u osiągnięte w 4 kwartale 2021 roku miała znaczna poprawa wyników w dominującym segmencie EnterpriseServices, HotelTech w dalszym ciągu pozostawał pod wpływem epidemii, co wpłynęło negatywnie na możliwość generowania założonych poziomów sprzedaży, natomiast w FinTechu zwiększone nakłady inwestycyjne w obszarze LiveBank spowodowały wzrost przychodów o 13% r/r. Dlatego też zwracamy uwagę, że Zarząd zapowiadał z końcem roku 2021 uzyskanie dodatnich wyników we wszystkich segmentach działalności i co zostało ostatecznie spełnione. Nadal dominuje sprzedaż eksportowa przy coraz wyższej dynamice sprzedaży. Jest to trend systematycznie utrzymywany na przestrzeni ostatnich lat. Sprzedaż eksportowa wzrosła na przestrzeni 2021 roku do ponad 126,3 mln zł i osiągnęła dynamikę blisko 71%. W szczególności, sukcesywny przyrost eksportu jest konsekwencją rosnącego udziału biznesu Technology Services, który jest niemal w 100% biznesem eksportowym, a także rosnącego udziału eksportu w takich produktach jak LiveBank.

Przychody netto ze sprzedaży w czwartym kwartale 2021 roku wyniosły ponad 71 mln zł, co w odniesieniu do analogicznego okresu roku ubiegłego oznacza wzrost o ok. 17 mln zł (dynamika r/r na poziomie 32%). W efekcie Ailleron osiągnął zysk brutto ze sprzedaży w wysokości 27,7 mln zł. Dominującym segmentem działalności w Q4 2021 roku w dalszym ciągu jest **Enterprise Services**, który zrealizował sprzedaż na poziomie ok. 50 mln zł, co oznacza wzrost o 41% w stosunku do analogicznego okresu roku 2020, kiedy to przychody osiągnęły poziom ok. 35,5 mln zł. W segmencie **FinTech** poziom zrealizowanych przychodów w analizowanym okresie był na wyższym poziomie niż w tym samym okresie 2020 roku i wyniósł 19,35 mln zł (tj. wzrost o 13%). W obszarze **HotelTech** zrealizowane przychody wyniosły ok. 1,53 mln zł tj. więcej o ok. 58% całkowitych przychodów tego segmentu w analogicznym okresie 2020 roku. Sytuacja jaka ma miejsce od początku 2020 roku, związana z epidemią, wpłynęła wprost na możliwość generowania założonych poziomów sprzedaży w tym segmencie.

EBIT w 4Q21+69% r/r.

Zysk operacyjny Grupy wyniósł 12,4 mln zł, wobec 7,3 mln zł w czwartym kwartale 2020 roku. Zysk operacyjny Enterprise Services wyniósł 7,48 mln zł i był o 1,3 mln zł lepszy niż w roku 2020. EBIT segmentu FinTech wyniósł 4,4 mln zł vs 1,7 mln zł przed rokiem.. W segmencie HotelTech zysk operacyjny wyniósł ok. 0,57 mln zł vs -0,20 mln zł przed rokiem. Rentowność EBIT całej grupy to 17,4% w porównaniu do 13,6% w 4Q20. Najistotniejszy naszym zdaniem jest fakt, że zarówno w 4Q21 jak i w całym roku 2021 każdy z segmentów wypracował dodatni wynik na działalności operacyjnej.

EBITDA skonsolidowana wzrosła do poziomu 14,5 mln zł, co oznacza wzrost o 50% r/r. Rentowność EBITDA osiąga w ten sposób 20,3%, przy czym za okres 12 miesięczny jest to 16,5%.

Zysk netto wzrósł z 5,8 mln zł w czwartym kwartale 2020 roku do kwoty 9,1 mln zł w czwartym kwartale 2021 roku. GK wypracowała w ten sposób rentowność zysku netto na poziomie 12,7% - wzrost o 2,0 p.p. r/r. W 2021 roku zysk Ailleron przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej spadł do 7,4 mln zł, ale łączny wynik zwiększył się do 17,1 mln zł. Różnica wynikała ze sprzedaży 50,2 proc. udziałów w spółce Software Mind do funduszu Enterprise Investors w kwietniu 2021 r.

Wybrane dane finansowe (mln zł)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	r/r
Przychody	32,0	35,0	35,1	54,1	39,0	46,2	60,2	71,4	32%
zysk brutto na sprzedaży	8,4	10,2	10,1	19,0	11,7	13,5	17,6	27,7	46%
rentowność	26,2%	29,2%	28,9%	35,2%	29,9%	29,1%	29,3%	38,8%	10%
koszty sprzedaży	-3,6	-3,6	-2,8	-5,7	-3,8	-4,1	-5,4	-7,8	36%
koszty ogólnego zarządu	-3,5	-3,4	-3,6	-5,7	-3,7	-4,7	-5,8	-7,7	35%
pozostałe przychody operacyjne	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,1	
pozostałe koszty operacyjne	-0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,2	0,1	0,0	-105%
EBIT	1,2	3,3	3,7	7,3	4,1	4,5	6,5	12,4	69%
EBITDA	3,2	5,3	5,6	9,7	6,2	7,2	7,9	14,5	50%
przychody i koszty finansowe	0,4	-0,6	-2,0	0,2	-1,4	0,2	-0,7	0,2	-2%
zysk brutto	1,5	2,7	1,8	7,5	2,7	4,7	5,8	12,6	67%
podatek	0,9	0,5	1,0	1,7	0,9	2,4	1,8	3,5	105%
Zysk (strata) netto	0,7	2,2	0,7	5,8	1,8	2,3	4,0	9,1	56%
Zysk (strata) netto j.d.						1,9	1,0	4,5	

Źródło: Ailleron, P - prognoza Noble Securities

POLITYKA DYWIDENDOWA

Spółka obecnie nie posiada ustanowionej polityki dywidendowej, a zapowiadane przejęcia 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 rok spółka wypłaciła łącznie 3,95 mln zł dywidendy, czyli 0,32 zł na akcję. Była to pierwsza dywidenda 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 inicjator - Anna Styczeń – żona Prezesa Zarządu Ailleron SA Rafała Styczenia. 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
Aktywa	162,9	277,4	372,9	392,8	396,0
Aktywa trwałe	74,1	96,5	280,8	271,5	257,0
Rzeczowe aktywa trwałe	26,1	22,8	41,3	32,7	19,6
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	4,8	4,1	2,6
Aktywa obrotowe	88,7	180,9	92,1	121,3	139,1
Zapasy	5,4	1,0	9,2	10,2	11,2
Należności	44,8	59,6	72,3	80,2	88,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	23,7	111,3	1,7	22,1	31,1
Inne aktywa obrotowe	14,8	8,8	8,8	8,8	8,8
Pasywa	162,9	277,4	372,9	392,8	396,0
Kapitał własny	95,1	132,9	140,6	149,3	140,6
Udziały niekontrolujące		82,6	90,3	99,0	108,2
Zobowiązania długookresowe	23,6	20,7	95,7	95,7	95,7
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	21,1	18,6	93,6	93,6	93,6
Inne	2,6	2,1	2,1	2,1	2,1
Zobowiązania krótkookresowe	44,1	41,1	46,3	48,9	51,6
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	24,4	27,1	29,7
Inne	15,2	16,2	16,2	16,2	16,2

Źródło: Spółka, Noble Securities

Rachunek zysków i strat	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	156,2	216,8	262,9	291,4	319,8
Zysk brutto na sprzedaży	47,8	70,5	77,6	86,0	94,4
Koszty sprzedaży	-15,7	-21,1	-28,3	-29,1	-32,3
Koszty ogólnego zarządu	-16,3	-21,8	-23,1	-25,2	-27,5
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-0,3	0,0	-0,3	0,0	0,0
EBIT	15,5	27,5	25,8	31,7	34,5
Koszty i przychody finansowe netto	-2,0	-1,8	-4,8	-7,1	-7,2
Udział w zyskach jedn. wyc. metodą praw wł.	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Podatek dochodowy	-4,1	-8,6	-5,6	-6,7	-7,4
Zysk netto	9,4	17,1	15,4	18,0	19,9
Zysk netto przyp. akc. jedn. dominującej	6,1	7,4	7,7	9,3	10,7
Amortyzacja	8,3	8,3	12,4	16,8	21,7
EBITDA	23,8	35,9	38,1	48,5	56,2

Źródło: Spółka, Noble Securities

Rachunek przepływów pieniężnych	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Zysk netto przed opodatkowaniem	13,3	25,8	21,0	24,7	27,3
Amortyzacja	8,3	8,3	12,4	16,8	21,7
Inne	5,8	14,2	4,9	7,2	7,3
Zmiana kapitału obrotowego	2,0	-12,8	-15,7	-6,2	-6,2
Zapłacony podatek dochodowy	-3,7	-13,2	-5,6	-6,7	-7,4
CF operacyjny	25,7	22,3	17,0	35,8	42,8
CAPEX	-1,9	-9,1	-189,8	-3,2	-3,6
Inne	-0,8	-22,5	-3,5	-4,7	-4,8
CF inwestycyjny	-2,6	-31,5	-193,3	-7,8	-8,3
Transakcja z udziałowcami niekontrolującymi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	-3,6	-14,9	70,0	-5,0	-5,0
Inne	0,0	108,4	0,0	0,0	0,0
Odsetki	-0,1	0,0	-1,4	-2,5	-2,6
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	0,0	0,0	0,0	0,0	-17,9
CF finansowy	-3,7	93,5	68,5	-7,6	-25,5
CF	19,3	84,3	-107,8	20,4	9,0
Stan środków pieniężnych na początek okresu	4,4	25,3	109,5	1,7	22,1
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	23,7	109,5	1,7	22,1	31,1

Źródło: Spółka, Noble Securities

Wybrane wskaźniki	2020	2021	2022P	2023P	2024P
marża brutto na sprzedaży	30,59%	32,51%	29,51%	29,51%	29,51%
marża EBITDA	15,25%	16,54%	14,51%	16,63%	17,57%
marża netto	6,0%	7,9%	5,9%	6,2%	6,2%
Dług netto	11,4	-87,1	97,6	77,2	68,2
Dług netto/EBITDA	0,5	-2,4	2,6	1,6	1,2
Liczba akcji w mln.	12,4	12,4	12,6	12,8	13,0
Dywidenda na akcję	0,00	0,00	0,00	0,00	1,38
P/BV	1,5	2,8	2,8	2,9	4,6

Źródło: Spółka, Noble Securities

Roczne stopy wzrostu	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody	11%	39%	21%	11%	10%
EBITDA	91%	51%	6%	27%	16%
EBIT	278%	77%	-6%	23%	9%
Zysk netto	1790%	82%	-10%	17%	11%

Źródło: Spółka, Noble Securities

OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM

BV – wartość księgowa
EV – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto
EBIT – zysk operacyjny
CF (CFO) – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej
NOPAT – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku
EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
EBITDAA – EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli
EPS – zysk netto przypadający na 1 akcję
DPS – dywidenda przypadająca na 1 akcję
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 na analizie przeprowadzonej 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 WPLYNĄĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU

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

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

Inwestowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Raport analityczny nie może być traktowany jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie, lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji. Ogólny opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na www.noblesecurities.pl 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: 3.03.2022, godz. 14:40 . Data i godzina pierwszego rozpowszechniania Raportu: 3.03.2022, godz. 15:25.

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
Data wydania	2021-09-02
Kurs z dnia rekomendacji	13,65
Cena docelowa	25,2
WIG w dniu rekomendacji (godz. 8:30)	71 093,3

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)
BoomBit	Kupuj	22,9	18,3	16,96	35%	04.02.2022	9M	Maciej Kietliński
Krynicky Recykling	nd	31,8	19,6	18,00	77%	05.01.2022	24M	Dariusz Dadej
Sonel	nd	11,8	10,6	10,60	11%	22.12.2021	24M	Michał Sztabler
CD Projekt	Redukuj	176,4	193,0	178,46	-1%	21.12.2021	9M	Maciej Kietliński
Dino Polska	Redukuj	295,0	338,0	305,00	-3%	03.12.2021	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	12,2	10,9	11,01	11%	03.12.2021	9M	Dariusz Dadej
Apator	Trzymaj	19,1	18,7	19,10	0%	29.11.2021	9M	Michał Sztabler
OncoArendi	Kupuj	48,1	38,4	37,10	30%	16.11.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Amica	Akumuluj	157,6	131,6	108,60	45%	18.10.2021	9M	Michał Sztabler
Ten Square Games	Kupuj	549,3	382,6	241,00	128%	18.10.2021	9M	Maciej Kietliński
TIM	nd	62,3	42,6	38,50	62%	14.10.2021	24M	Michał Sztabler
Forte	Trzymaj	51,5	53,5	43,40	19%	11.10.2021	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	41,2	22,5	20,30	103%	07.10.2021	24M	Krzysztof Radojewski
Wielton	Trzymaj	13,4	12,4	9,13	46%	28.09.2021	9M	Michał Sztabler
Ryvü Therapeutics	Akumuluj	71,7	51,4	54,00	33%	23.09.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	7,7	5,0	4,09	88%	09.09.2021	24M	Krzysztof Radojewski
Ailleron	nd	25,2	13,7	13,00	94%	02.09.2021	24M	Dariusz Dadej
Aplisens	nd	17,8	13,1	12,90	38%	31.08.2021	24M	Michał Sztabler
11 bit studios	Trzymaj	455,3	460,2	565,00	-19%	27.08.2021	9M	Maciej Kietliński
Sonel	nd	15,2	11,8	10,60	43%	16.08.2021	24M	Michał Sztabler
Celon Pharma	Kupuj	59,4	39,3	27,60	115%	12.08.2021	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Akumuluj	29,3	24,9	29,95	-2%	05.08.2021	9M	Michał Sztabler
Krynicky Recykling	nd	32,9	20,0	18,00	83%	13.07.2021	24M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Kupuj	977,0	836,0	794,00	23%	09.07.2021	9M	Maciej Kietliński
Selvita	Trzymaj	87,0	84,0	77,50	12%	30.06.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Redukuj	253,7	269,0	305,00	-17%	22.06.2021	9M	Dariusz Dadej
Aplisens	nd	17,5	12,8	12,90	36%	08.06.2021	9M	Michał Sztabler
Boombit	Kupuj	32,1	26,4	17,80	80%	26.05.2021	9M	Maciej Kietliński
MCI Capital	nd	30,9	19,2			14.05.2021	24M	Krzysztof Radojewski
Krynicky Recykling	nd	25,1	19,8			10.05.2021	24M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	16,6	14,4	11,01	51%	06.05.2021	9M	Dariusz Dadej
OncoArendi	Trzymaj	50,0	49,1	37,10	35%	06.05.2021	9M	Krzysztof Radojewski
TIM	nd	39,6	28,4			05.05.2021	24M	Michał Sztabler
Artifex Mundi	Kupuj	23,1	17,0	11,00	110%	04.05.2021	9M	Maciej Kietliński
Bioton	nd	8,0	5,6	4,09	96%	20.04.2021	24M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Trzymaj	23,2	23,9			19.04.2021	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Redukuj	172,2	183,0	178,46	-3%	08.04.2021	9M	Maciej Kietliński
Forte	Akumuluj	55,0	52,0			31.03.2021	9M	Dariusz Dadej
Amica	Kupuj	219,3	144,2	108,60	102%	29.03.2021	9M	Michał Sztabler
Ryvü Therapeutics	Kupuj	66,2	53,0	54,00	23%	26.03.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Artifex Mundi	Trzymaj	12,8	12,5			01.03.2021	9M	Maciej Kietliński
Celon Pharma	Kupuj	59,6	45,8			17.02.2021	9M	Krzysztof Radojewski

- (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

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

Maciej Kietliński
maciej.kietlinski@noblesecurities.pl
tel.: +48 785 920 192
Deweloperzy gier

Krzysztof Radojewski
krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl
tel: +48 22 213 22 35
Biotechnologia