

## Ailleron ( TP 17,5 zł)

### Wyniki 3Q22: kontynuacja wysokich dynamiki r/r, poprawa w FinTech-u

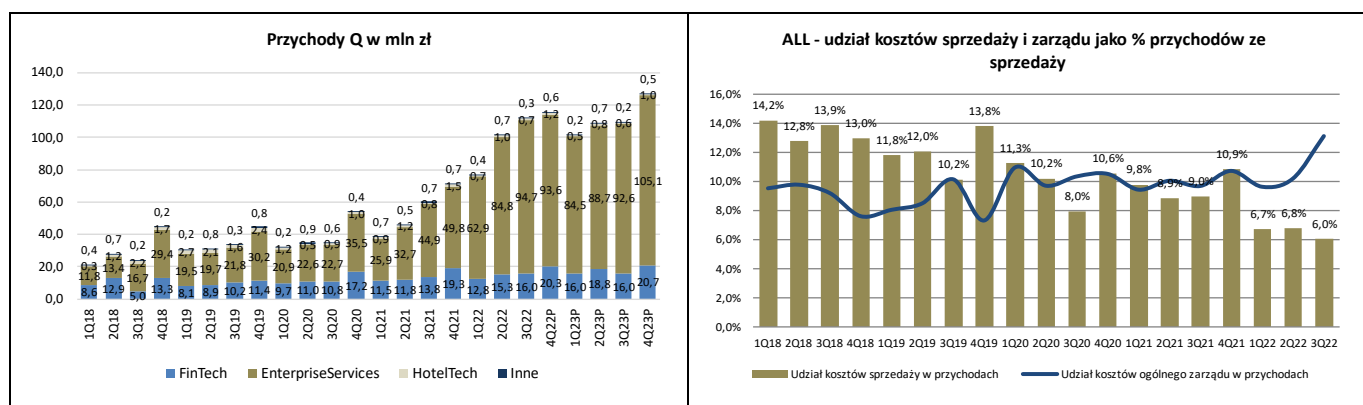
Spółka kontynuuje imponujące dynamiki wzrostu wyników rok do roku na poziomie skonsolidowanym raportując rekordowy kwartał pod względem sprzedaży i rentowności. Przychody w 3Q22 wyniosły 111,7 mln zł, co oznacza wzrost o 86% r/r vs 98,6 mln zł zakładane przez nas. W przychodach ogółem coraz większą rolę odgrywa TECHNOLOGY SERVICES z udziałem ponad 84 %. Jest to efekt przyjętej strategii akwizycyjnej i konsolidacji wyników przejętych podmiotów. EBITDA wzrosła o 139% r/r, zysk operacyjny +138% r/r. Zysk netto wyniósł 12,3 mln zł vs 4,0 mln zł przed rokiem oraz 4,5 mln zł naszej prognozy. Zwraca uwagę istotna poprawa r/r marży brutto o 3,8 p.p. do 33,0% oraz marży EBITDA o 3,7 p.p. do 16,8%. Pozytywnie oceniamy wyniki skonsolidowane i przypadające podmiotowi dominującemu, ze względu na 451% dynamikę zysku j.d. Tym razem wynik przypadający dla GK Ailleron jest bardziej satysfakcjonujący. Pozytywnie również oceniamy rozpoczęty management buy-out dotyczący segmentu HotelTech (iLumio) i plany dotyczące FinTechu, zakładając że Technology Services pozostanie na obecnej ścieżce wzrostu.

Wybrane dane finansowe (mln zł)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	r/r	3Q22P	3Q vs. prog.	YT3Q21	YT3Q22	r/r	2021	2022P	r/r
<b>Przychody</b>	60,2	71,4	76,7	101,7	111,7	86%	98,6	13%	145,4	290,1	100%	216,8	392,6	81%
zysk brutto na sprzedaży	17,6	27,6	22,3	24,3	36,8	109%	27		42,7	83,5	95%	70,4	109,0	55%
rentowność	29,3%	38,7%	29,1%	23,9%	33,0%		27,2%		26,4%	29,1%		32,5%	27,8%	
koszty sprzedaży	-5,4	-7,8	-5,2	-6,9	-6,8	25%	-8,4		-13,3	-18,8	41%	-21,1	-31,7	50%
koszty ogólnego zarządu	-5,8	-7,7	-7,4	-10,4	-14,7	151%	-9,2		-14,2	-32,5	129%	-21,8	-36,3	66%
pozostałe przychody operacyjne	0,0	0,1	0,0	0,1	0,3		0,0		0,0	0,4		0,1	0,1	46%
pozostałe koszty operacyjne	0,1	0,0	-0,4	-0,1	-0,1		0,0		-0,1	-0,6		-0,1	-0,7	
<b>EBIT</b>	6,5	12,3	9,4	7,0	15,5	138%	9,1	70%	15,1	32,0	111%	27,4	40,5	48%
<b>EBITDA</b>	7,9	14,4	12,2	10,2	18,8	139%	12,3	53%	21,3	41,1	93%	35,8	52,9	48%
przychody i koszty finansowe	-0,7	0,2	-3,2	3,8	1,5		-2,9		-2,0	2,1	-204%	-1,8	-5,3	
zysk brutto	5,8	12,5	6,2	10,8	17,0	195%	6,2		13,1	34,0	159%	25,6	35,2	37%
podatek	1,8	3,5	2,2	2,3	4,7	165%	1,8		5,1	9,2	82%	8,6	9,7	12%
<b>Zysk (strata) netto</b>	4,0	9,0	4,0	8,5	12,3	208%	4,5	175%	8,1	24,8	207%	17,0	25,6	50%
<b>Zysk (strata) netto j.d.</b>	1,0	4,5	-0,7	3,0	5,6	451%	1,5	270%	2,9	7,9	173%	7,5	8,7	17%

Źródło: Ailleron, P - prognoza Noble Securities

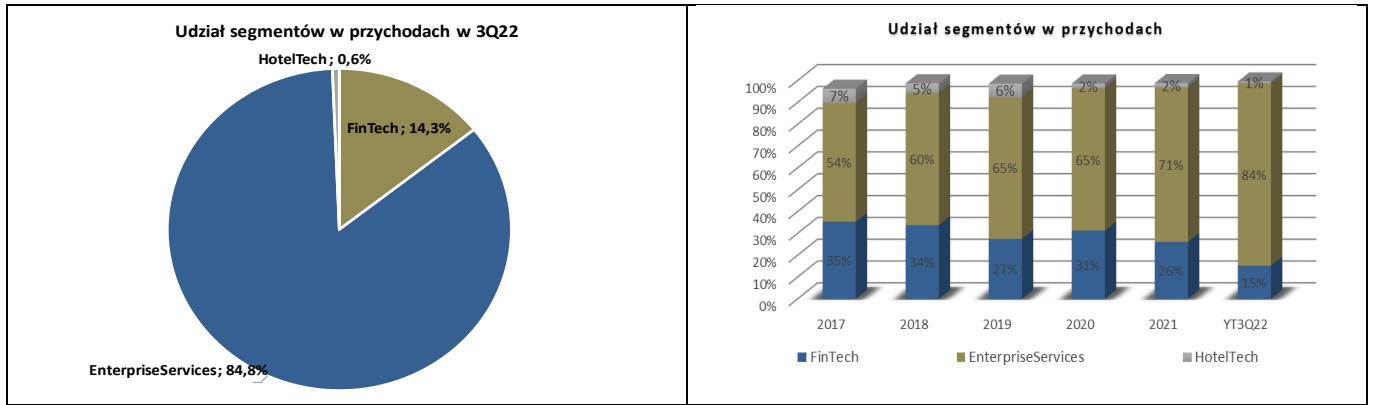
### Przychody za 3Q22:

Skonsolidowane przychody netto ze sprzedaży wyniosły 111,7mln zł vs 60,2 mln zł w analogicznym okresie ubiegłego roku, co oznacza wzrost o 86% r/r. Za wzrost przychodów ze sprzedaży odpowiada głównie dynamicznie rozwijający się segment Technology Services (d. EnterpriseServices), którego dynamika wzrostu przychodów w 3Q22 wyniosła +111% r/r. W dużej części jest to efekt konsolidacji w związku z dokonanymi akwizycjami, ale również wzrostu organicznego. Technology Services pozostaje dominującym segmentem w przychodach spółki i odpowiada obecnie za 84,8% sprzedaży. FinTech wygenerował 14,3% przychodów, a HotelTech 0,6%. Należy zwrócić uwagę na utrzymujący się korzystny trend w zakresie sprzedaży eksportowej, za 3 kwartały 2022 stanowiła 76% całości sprzedaży vs 54% przed rokiem. Minusem takiej sytuacji jest większe otwarcie na ryzyko walutowe, choć w 3Q umocnienie walut w stosunku do złotego pozytywnie wpływało na wyniki.



Źródło: Spółka, P-prognozy Noble Securities

## NOTATKA WYNIKOWA



Źródło: Spółka, P-prognozy i oprac. Noble Securities

**Koszty operacyjne.** Od 4Q19 utrzymuje się pozytywna tendencja spadkowa kosztów sprzedaży w stosunku do przychodów, udział w/w stanowi obecnie 6,0% sprzedaży. Wraz ze wzrostem skali działalności oczekujemy dalszych spadków tego parametru w odniesieniu do przychodów. Zwraca uwagę wzrost kosztów ogólnego zarządu w odniesieniu do przychodów, który od 1Q20 oscylował dookoła średniej wynoszącej 10,1% przychodów. Tym razem parametr za 3Q22 wyniósł 13,1% vs 9,7% przed rokiem i 10,2% w poprzednim kwartale.

### EBIT w 3Q22 +138% r/r; EBITDA +139% r/r.

Zysk operacyjny Grupy wyniósł 15,5 mln zł, wobec 6,5 mln zł w trzecim kwartale 2021 roku, co oznacza wzrost o 138% r/r, za co głównie odpowiada segment Enterprise Services (15,65 mln zł EBIT). Zysk operacyjny w segmencie FinTech tym razem nie dokłada się negatywnie do wyników grupy raportując symboliczny plus. EBIT HotelTech w dalszym ciągu pozostaje ujemny, negatywnie wpływając, w dalszej kolejności, na wysokość wyniku dla akcjonariuszy dominujących. W przypadku FinTechu EBIT wyniósł 0,06 mln zł natomiast HotelTech wygenerował 0,41 mln zł straty operacyjnej. EBITDA skonsolidowana wzrosła rok do roku o 139% do kwoty 18,8 mln zł vs 7,9 mln zł przed rokiem.

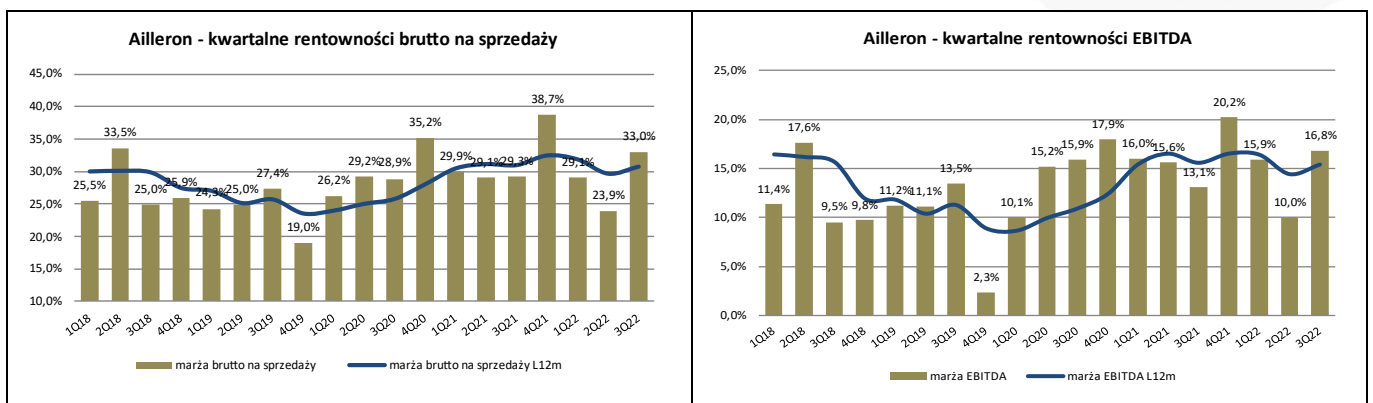
W przypadku FinTechu dzieje się tak ze względu na negatywny wpływ realizowanego kontraktu w części corporate oraz koszty inwestycji, jakie są ponoszone w obszarze LiveBank SaaS. W pierwszym przypadku rozważane są różne scenariusze dalszego prowadzenia projektu w celu minimalizowania straty. Spółka złożyła wnioski o mediację w Prokuraturii Generalnej oraz równolegle klientowi przedstawione zostały dwie alternatywne oferty: rewaloryzacji kontraktu lub polubownego zakończenia współpracy. W drugim przypadku w 2023 roku zakładany jest znaczący spadek kosztów rozwoju LiveBank SaaS.

W przypadku HotelTech zapowiadana transakcja w formie sprzedaży ZCP planowana jest do końca 2022 roku.

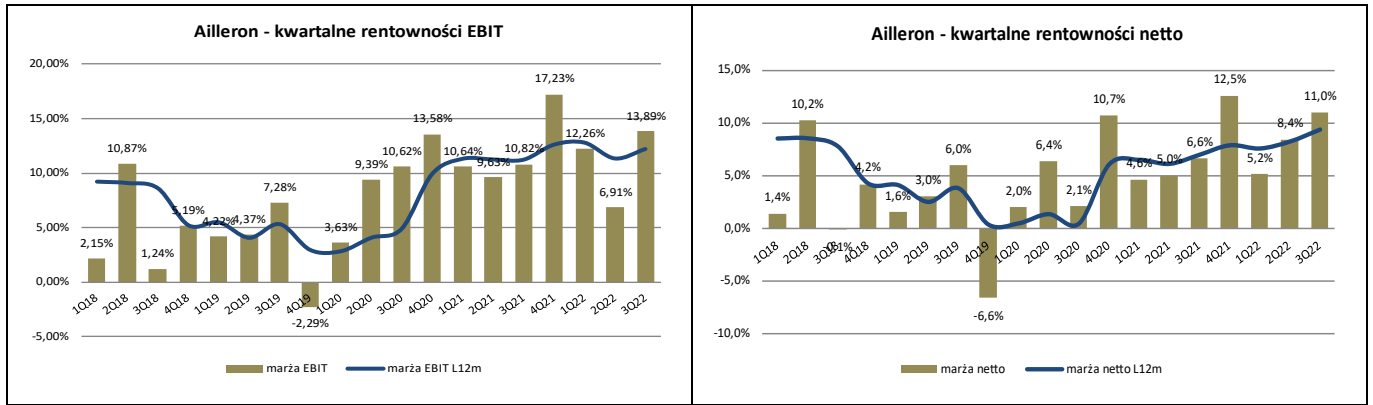
### Zysk netto

na poziomie skonsolidowanym wyniósł 12,3 mln zł, wobec 4,0 mln zł przed rokiem. W przypadku zysku netto oznacza to wzrost o 175%. Wynik netto przypadający akcjonariuszom dominującym ze względu na negatywny wkład HotelTechu to 5,6 mln zł, co jest pozytywne dla akcjonariuszy Aillerona ze względu na dynamikę wzrostu (+451% r/r) i należy uznać za wartość dużo bardziej satysfakcjonującą (46% zysku netto) niż w poprzednich kwartałach.

### Rentowności wypracowywane przez Ailleron od 1Q17.

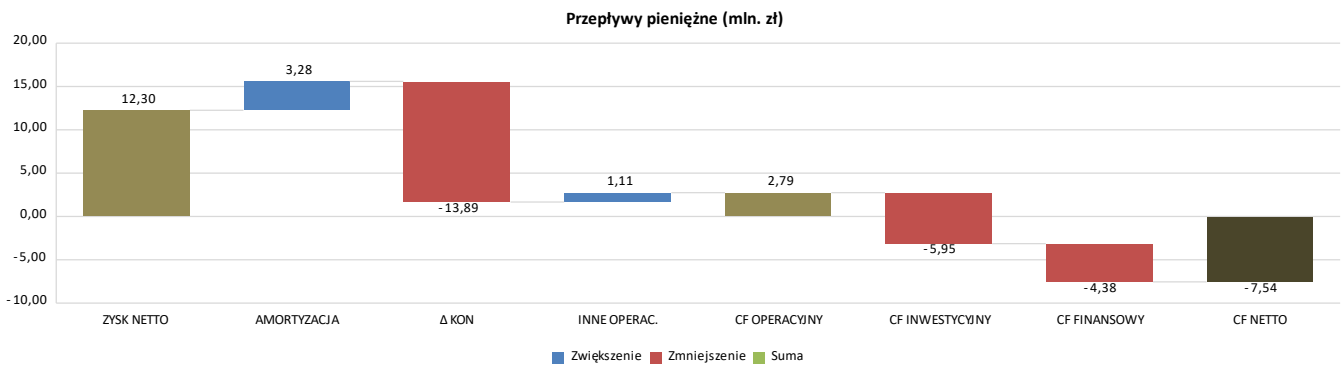


## NOTATKA WYNIKOWA



Źródło: Spółka, oprac. Noble Securities

Spółka na koniec 3Q22 posiadała 71,5 mln zł **środków pieniężnych**, natomiast zadłużenie finansowe wynosi 87 mln zł. Oznacza to, że dług netto w odniesieniu do 12 mies. EBITDA wyniósł 0,27x vs -2,53x w 3Q21. Zwraca uwagę pogorszenie na poziomie kapitału obrotowego (-13,9 mln zł), przed rokiem było -11,8 mln zł. Wiążemy to jednak głównie z dynamicznym rozwojem Software Mind.



Źródło: Spółka, oprac. Noble Securities

Wyniki Aillerona za 3Q22 oceniamy pozytywnie, traktując je jako „przejęcie na nową trajektorię wyników kwartalnych”. Spółka kontynuuje imponujące dynamiki rok do roku wzrostu wyników na poziomie skonsolidowanym raportując rekordowy kwartał pod względem sprzedaży i rentowności. Przychody w 3Q22 wyniosły 111,7 mln zł, co oznacza wzrost o 86% r/r vs 98,6 mln zł zakładane przez nas. W przychodach ogółem coraz większą rolę odgrywa TECHNOLOGY SERVICES z udziałem ponad 84%. Jest to efekt przyjętej strategii akwizycyjnej i konsolidacji wyników przejętych podmiotów. EBITDA wzrosła o 139% r/r, zysk operacyjny +138% r/r. Zysk netto wyniósł 12,3 mln zł vs 4,0 mln zł przed rokiem oraz 4,5 mln zł naszej prognozy. Zwraca uwagę istotna poprawa r/r marży brutto o 3,8 p.p. do 33,0% oraz marży EBITDA o 3,7 p.p. do 16,8%. Pozytywnie oceniamy wyniki skonsolidowane i przypadające podmiotowi dominującemu, ze względu na 451% dynamikę zysku j.d. Tym razem wynik przypadający dla GK Ailleron jest bardziej satysfakcjonujący. Pozytywnie również oceniamy rozpoczęty management buy-out dotyczący segmentu HotelTech (iLumio) i plany dotyczące FinTechu, zakładając że Technology Services pozostanie na obecnej ścieżce wzrostu. Spółka rozpoczyna wdrożenie nowej strategii Ailleron SA/Fintech na lata 2023 – 2026 w celu poprawy wyników finansowych i zdolności do generowania gotówki. Nowa strategia zakłada koncentrację na kompleksowych usługach rozwoju oprogramowania, wspieranych gotowymi platformami i komponentami Ailleron dla banków, firm leasingowych, fintechów i innych podmiotów z branży finansowej, przy równoczesnym ograniczeniu inwestycji we własne produkty. Celem nowej strategii jest samowystarczalność inwestycyjna od 2023 roku oraz uzyskanie rentowności Ailleron zbliżonej do Software Mind w średnim terminie po uzyskaniu odpowiedniej skali działania.

Ostatnia wycena: 17,5 zł /akcję z dnia 17.10.2022 r. Cena w dniu wydania 12,0 zł.

**Dariusz Dadej**  
Analityk akcji  
+48 602 445 334

# NOTATKA WYNIKOWA

## 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 miesiące, 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](http://www.noblesecurities.pl) w zakładce: „O nas”/„Regulacje”/„Polityka informacyjna”.

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

## NOTATKA WYNIKOWA

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

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

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

### POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

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

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

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

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

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

### Raport

- jest upubliczniony na stronie internetowej NS: <https://noblesecurities.pl/dom-maklerski/analizy2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw/1936-krynicki-recykling-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: 24.11.2022, godz. 15:20 . Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 24.11.2022, godz. 15:30.

Autorskie prawa majątkowe do Raportu przysługują Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Rozpowszechnianie lub powielanie Raportu (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody Gieldy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. jest zabronione.

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydana wycena/aktualizacja dotycząca AILLERON SA			
Wycena/aktualizacja	nd	nd	nd
Data wydania	2021-09-02	2022-03-03	2022-10-17
Kurs z dnia wyceny	13,70	11,40	12,00
Cena docelowa	25,2	19,1	17,5
WIG w dniu rekomendacji	71 431,2 pkt.	61 010,2 pkt.	47 009,1 pkt.

## Wykaz wszystkich rekomendacji rozpozszeczonych 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)
MO-BRUK	Kupuj	371,7	293,0	281,00	32%	26.10.2022	24M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Trzymaj	30,5	30,6	37,74	-19%	20.10.2022	9M	Michał Sztabler
Selvita	Akumuluj	97,5	86,0	82,60	18%	20.10.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Ailleron	nd	17,5	12,0	12,80	37%	17.10.2022	24M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	29,6	16,1	16,25	82%	07.10.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	4,7	3,8	3,63	29%	06.09.2022	24m	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Redukuj	286,8	351,5	325,40	-12%	10.08.2022	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	13,0	12,1	12,17	7%	10.08.2022	9M	Dariusz Dadej
Amica	Trzymaj	69,7	71,4	66,20	5%	05.08.2022	9M	Michał Sztabler
Wielton	Redukuj	4,9	5,5	6,02	-19%	12.07.2022	9M	Michał Sztabler
Krynicky Recykling	nd	20,9	22,6	22,70	-8%	04.07.2022	24M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Kupuj	163,0	116,0	140,50	16%	28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	29,3	14,9	13,66	114%	28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	21,7	13,2	15,00	45%	28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvü Therapeutics	Kupuj	51,8	23,5	33,00	57%	28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
CD Projekt	Sprzedaj	74,1	94,4	104,06	-29%	24.06.2022	9M	Maciej Kietliński
Ten Square Games	Sprzedaj	98,6	117,0	96,10	3%	24.06.2022	9M	Maciej Kietliński
Aparator	Redukuj	12,2	14,8	13,30	-8%	06.06.2022	9M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	16,0	14,1	13,50	19%	06.06.2022	24M	Michał Sztabler
Sonel	nd	10,2	9,8	9,30	10%	06.06.2022	24M	Michał Sztabler
TIM	nd	54,3	31,4	25,65	112%	06.06.2022	24M	Michał Sztabler
11 bit studios	Kupuj	626,0	502,0	524,00	19%	18.05.2022	9M	Maciej Kietliński
Forte	Akumuluj	38,9	33,0	25,30	54%	13.05.2022	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	33,1	19,0	15,50	114%	02.05.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	7,2	4,1	3,63	97%	19.04.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	96,2	78,5	87,00	11%	08.04.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Mobruk	Kupuj	500,9	398,0	307,00	63%	07.04.2022	9M	Dariusz Dadej
Artifex Mundi	Kupuj	13,2	10,1	6,50	103%	28.03.2022	9M	Maciej Kietliński
Celon Pharma	Kupuj	42,2	24,8	13,66	209%	16.03.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Creepy Jar	Kupuj	812,0	700,0	613,00	32%	15.03.2022	9M	Maciej Kietliński
LW Bogdanka	Trzymaj	57,9	55,6	34,24	69%	11.03.2022	9M	Michał Sztabler
Tauron PE	Kupuj	3,5	2,7	2,14	65%	10.03.2022	9M	Michał Sztabler
Ailleron	nd	19,1	11,4	12,45	53%	03.03.2022	24M	Dariusz Dadej
BoomBit	Kupuj	22,9	18,3	10,00	129%	04.02.2022	9M	Maciej Kietliński
Krynicky Recykling	nd	31,8	19,6			05.01.2022	24M	Dariusz Dadej
Sonel	nd	11,8	10,6	9,30	27%	22.12.2021	24M	Michał Sztabler
CD Projekt	Redukuj	176,4	193,0	104,06	70%	21.12.2021	9M	Maciej Kietliński
Dino Polska	Redukuj	295,0	338,0			03.12.2021	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	12,2	10,9			03.12.2021	9M	Dariusz Dadej
Aparator	Trzymaj	19,1	18,7			29.11.2021	9M	Michał Sztabler

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpozszeczenia,

## NOTATKA WYNIKOWA

---

(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

### DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

**Sobiesław Kozłowski, MPW**

[sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl](mailto:sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl)

tel.: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

**Michał Sztabler**

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

tel.: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

**Dariusz Dadej**

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

tel.: +48 602 445 334

Handel detaliczny, spółki przemysłowe

**Krzysztof Ojczyk, MPW**

[krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl)

tel.: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

**Maciej Kietliński, MPW**

[maciej.kietlinski@noblesecurities.pl](mailto:maciej.kietlinski@noblesecurities.pl)

tel.: +48 785 920 192

Deweloperzy gier

**Krzysztof Radojewski**

[krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl)

tel.: +48 22 213 22 35

Biotechnologia

