

## FORTE – w oczekiwaniu na silniejszego konsumenta

Duże spowolnienie na rynku meblowym, połączone z niskim sezonem oraz najprawdopodobniej dużo mniejsza liczba zamówień u progu obecnego wysokiego sezonu skłoniło Zarząd do przeprowadzenia zwolnień grupowych (~10% załogi). Oznacza to, że należy założyć stracony najlepszy wynikowo okres dla spółki drugi raz z rzędu. W naszej opinii powrotu wzrostów wyników można oczekiwać dopiero wraz z początkiem kolejnego wysokiego sezonu, czyli na przełomie 2024 i 2025 roku. Uwzględniając powyższe aktualizujemy nasze prognozy i rekomendację. Widząc 6% potencjał wzrostowy w średnim terminie podtrzymujemy rekomendację AKUMULUJ obniżając jednocześnie wycenę z 31,0 zł do 25,2 zł.

### Wyniki 2Q23/24

Wyniki za II kwartał roku obrotowego rozpoczynającego się 1.07.2022 i kończącego 30.09.2024 oceniamy negatywnie. Uplasowały się wyraźnie poniżej naszych założeń na wszystkich poziomach. Jak wskazuje spółka pierwsza połowa roku obrotowego 2023/24 okazała się być jednym z najtrudniejszych okresów Grupy w historii, co pokrywa się także z koniunkturą całej branży meblarskiej. Forte wskazuje, że na obniżenie rentowności główny wpływ miało utrzymujące się spowolnienie na rynku meblowym, bardzo istotny spadek popytu na płytę meblową, wysokie koszty surowców i materiałów do produkcji oraz umocnienie kursu PLN wobec EUR.

### Stracony kolejny wysoki sezon?

Zakładamy, że trwające obecnie ożywienie w gospodarce i aktywności w budownictwie mieszkaniowym znajdzie odzwierciedlenie w wyższej sprzedaży detalicznej mebli, sprzętu oświetleniowego oraz pozostałych artykułów użytku domowego wraz z kolejnym wysokim sezonem, czyli na przełomie lat 2024/2025. Dlatego też uważamy, że choć najbliższe kwartały przyniosą ożywienie konsumpcji to firmy meblarskie nie będą jego głównym beneficjentem. Oznacza to, że branża będzie musiała czekać na wyraźniejsze ożywienie całego roku.

### Kowenanty bankowe pozostaną podwyższone

Na koniec 3Q22 Grupa nie dotrzymała kowenantów zawartych w umowach kredytowych ze wszystkimi bankami finansującymi. Zarząd podjął rozmowy z bankami, w wyniku których sfinalizowano w marcu 2023 roku aneksy do umów kredytowych, na mocy których do dnia 30.06.2023 roku został podwyższony limit wskaźnika dług netto/EBITDA powodujący przypadek naruszenia, z poziomu 3,0x do 6,0x. Na okres od 30.09.2023 do 31.03.2024 poziom mnożnika został ustalony na poziomie 5,5x. Zarząd informował o negocjacjach z bankami w sprawie podwyższenia kowenantów na przyszłe kwartały.

**Wartość akcji Forte SA oszacowana została na podstawie wyceny metodami DCF (23,3 zł) oraz porównawczą (22,9 zł), co po zważeniu powyższych wycen równymi wagami dało 9-miesięczną cenę docelową równą 25,2 zł.**

mln. zł	2021/22	2022/23	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P
Przychody ze sprzedaży	1 384	1 243	1 105	1 285	1 322	1 366
EBITDA	220	121	82	139	145	157
Zysk netto przyp. na akcj. j. d.	152	20	-54	46	51	66
EPS	6,37	0,82	-2,24	1,92	2,11	2,75
DPS	4,0	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	6,6	32,9	-10,6	12,4	11,3	8,7
EV/EBITDA (x)	6,2	8,6	11,9	6,8	6,2	5,1

Źródło: Spółka, Noble Securities, P-prognoza NS, Dane za 2022/23 przekształcone

**NOBLE  
SECURITIES**  
DOM MAKLERSKI

## AKUMULUJ

(Aktualizacja - podtrzymana)

Cena bieżąca	23,8 zł
<b>Cena docelowa (9M)</b>	<b>25,2 zł</b>
Potencjał wzrostu	+6%
Kapitalizacja	570 mln zł
Free float	57,17%
Śr. wolumen 6M	6 013



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

### PROFIL SPÓŁKI

FORTE to jeden z największych europejskich producentów mebli do samodzielnego montażu. Firma produkuje meble domowe i biurowe oferowane w znaczących sieciach handlowych oraz w szeregu salonów meblowych na terenie całej Europy. Do grupy należy również fabryka płyt wiórowych Tanne Sp. z o.o.

### STRUKTURA AKCJONARIATU

MaForm Holding	43.23%
Luxembourg SARL	
OFE PZU Żłota Jesień	11.52%
OFE Aviva Santander	9.97%
OFE Nationale-Nederlanden	7.56%
Pozostali	27.72%

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, PAP Biznes

**Dariusz Dadej**  
Analityk akcji

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

+48 602 445 334

**OBIAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W REKOMENDACJI**

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

**PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA REKOMENDACJI**

Niniejsza rekomendacja, zwana dalej „Rekomendacją” została przygotowana przez Noble Securities S.A. („NS”) z siedzibą w Warszawie.

Podstawą do opracowania Rekomendacji były publicznie dostępne informacje znane Analitykowi na dzień sporządzenia Rekomendacji, w szczególności informacje przekazane przez Emitenta w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania obowiązków informacyjnych. Rekomendacja wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy Analityka, według stanu na dzień jej sporządzenia.

Przedstawione w Rekomendacji 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.

Rekomendacja wydawana przez NS obowiązuje przez okres 9 miesięcy, chyba, że zostanie wcześniej zaktualizowana. Aktualizacja jest uzależniona od sytuacji rynkowej oraz subiektywnej oceny Analityka.

**System wydawania rekomendacji ma poniższą charakterystykę:**

Kupuj – oznacza, co najmniej +20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,  
Akumuluj – oznacza, między +5% a +20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,  
Trzymaj – oznacza, między -5% a +5% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,  
Redukuj – oznacza, między -5% a -20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,  
Sprzedaj – oznacza, co najmniej -20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia.

**SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W REKOMENDACJI**

**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 porównywanych). 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 MOGŁYBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ REKOMENDACJI**

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Rekomendacji 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 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 Rekomendacji wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Rekomendacji. Zakazane jest przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Rekomendacji, proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Rekomendacji, zawierającej 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 Rekomendacji, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Rekomendacji 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 Rekomendacja została przygotowana z należytą starannością i rzetelnością w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez Analityka za wiarygodne, rzetelne i obiektywne, jednak NS ani Analitycy nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne. W przypadku gdy Rekomendacja wskazuje adresy stron internetowych, z których korzystać przy sporządzeniu Rekomendacji ani Analitycy ani NS nie biorą odpowiedzialności za zawartość tych stron.

Investowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Rekomendacja nie może być traktowana 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 Rekomendacji nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez NS.**

**Ostateczna decyzja w zakresie dokonania określonych transakcji w oparciu o Rekomendację, w szczególności zbycia lub nabycia instrumentu finansowego lub powstrzymania się od dokonania takich transakcji, należy wyłącznie do inwestora.**

Rekomendacja została przygotowana 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. Rekomendacja 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.

#### **Rekomendacja ani żaden z jej zapisów nie stanowi:**

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - kodeks cywilny,
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- publicznego proponowania nabycia instrumentów finansowych ani 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 o obrocie instrumentami finansowymi.

#### **Rekomendacja**

- jest dystrybuowana wśród Klientów i pracowników NS. Skrót rekomendacja może być upubliczniony na stronie internetowej NS [www.noblesecurities.pl](http://www.noblesecurities.pl),
- jest przeznaczona do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczona 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 Rekomendacji zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Rekomendacji.

#### **UWAGI KOŃCOWE**

Analityk sporządzający Rekomendację: Dariusz Dadej

Data i godzina zakończenia sporządzania Rekomendacji: 2024.01.12 13:05. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Rekomendacji: 2024.01.12 godz. 13:10.

Rozpowszechnianie lub powielanie Rekomendacji (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody NS jest zabronione.

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

#### **Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca Fabryki Mebli FORTE SA.**

Rekomendacja/aktualizacja	Trzymaj	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj
Data wydania	20.12.2019	5.11.2020	31.03.2021	11.10.2021	13.05.2022	3.01.2023	17.07.2023
Kurs z dnia rekomendacji	30,85	34,50	52,00	53,50	33,00	21,00	28,00
Cena docelowa	29,5	48,30	55,00	51,50	38,90	21,30	31,00
WIG w dniu rekomendacji (godz 17:05)	57 202,9	48 295,3	58 081,5	74 459,9	55 143,3	58 795,6	70 682,9

## Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa (4)	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Torpol	Kupuj	28,3	23,1	25,75	10%	18.12.2023	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	109,2	80,7	83,20	31%	12.12.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
MCI Capital	nd	40,3	23,7	24,20	67%	08.12.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Answear.com	Trzymaj	31,8	31,2	30,60	4%	07.12.2023	9M	Dariusz Dadej
Sonel	nd	12,4	11,7	12,60	-2%	05.12.2023	9M	Michał Sztabler
Ailleron	Akumuluj	22,7	19,2	18,85	20%	04.12.2023	9M	Dariusz Dadej
Celon Pharma	Kupuj	29,1	14,2	15,82	84%	01.12.2023	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Redukuj	28,6	33,8	33,50	-15%	30.11.2023	9M	Michał Sztabler
Captor Therapeutics	Kupuj	137,1	86,8	101,50	35%	29.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
MO-BRUK	Kupuj	390,3	290,0	313,00	25%	23.11.2023	9M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	67,7	35,0	39,44	72%	23.11.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Selvita	Akumuluj	72,6	60,3	58,40	24%	22.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	16,9	14,9	15,90	6%	21.11.2023	9M	Michał Sztabler
Molecure	Kupuj	23,5	17,9	19,86	18%	20.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	29,3	22,4	23,40	25%	17.11.2023	9M	Michał Sztabler
Pepco Group	Trzymaj	19,0	19,8	24,30	-22%	15.11.2023	9M	Dariusz Dadej
Ryvu Therapeutics	Kupuj	77,7	56,0	55,90	39%	10.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
TIM	Sprzedaj	40,6	47,7	47,25	-14%	06.11.2023	9M	Michał Sztabler
LPP	Kupuj	16795,0	13000,0	15400,00	9%	20.10.2023	9M	Dariusz Dadej
Auto Partner	Kupuj	33,9	22,8	25,40	33%	04.10.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	708,0	557,0	584,00	21%	04.10.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Mabion	nd	23,6	17,0	19,98	18%	02.10.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Wielton	Kupuj	10,2	8,4	9,42	9%	19.09.2023	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Akumuluj	431,8	378,1	451,00	-4%	19.09.2023	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Trzymaj	15,0	14,8	16,60	-10%	19.09.2023	9M	Dariusz Dadej
Bioton	nd	5,4	3,8	3,62	49%	19.09.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Unibep	nd	12,5	10,4	9,86	27%	15.09.2023	9M	Dariusz Nawrot
Photon Energy	nd	13,9	10,8	8,54	63%	11.09.2023	9M	Michał Sztabler
Toya	nd	10,1	6,3	8,66	17%	07.09.2023	9M	Dariusz Nawrot
Mabion	nd	22,9	18,0			07.09.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Pepco Group	Kupuj	42,1	32,0			30.08.2023	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Akumuluj	42,3	38,6	33,50	26%	31.07.2023	9M	Michał Sztabler
Torpol	Kupuj	22,6	18,0			18.07.2023	9M	Dariusz Nawrot
Forte	Akumuluj	31,0	28,0	23,10	34%	17.07.2023	9M	Dariusz Dadej
Tauron PE	Kupuj	4,2	2,8	3,71	12%	07.07.2023	9M	Michał Sztabler
STS Holding	Sprzedaj	16,3	24,3			04.07.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Answear.com	Kupuj	48,0	34,5			04.07.2023	9M	Dariusz Dadej
Molecure	Akumuluj	25,1	21,3			30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	32,6	15,9			30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	183,6	149,0			30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	81,3	60,0			30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	19,2	16,2			27.06.2023	9M	Michał Sztabler
Ailleron	nd	30,0	23,4			18.05.2023	24M	Dariusz Dadej
Sonel	nd	12,9	10,6			17.05.2023	24M	Michał Sztabler
TIM	nd	41,6	49,2			16.05.2023	24M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	337,2	290,0			09.05.2023	9M	Dariusz Dadej
Selvita	Akumuluj	83,0	74,6			08.05.2023	9M	Krzysztof Radojewski
XTB	Kupuj	78,9	35,3			26.04.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Aplisens	nd	20,3	17,3			21.04.2023	24M	Michał Sztabler
Bioton	nd	5,3	3,5			20.04.2023	24M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital	nd	36,1	19,5			20.04.2023	24M	Krzysztof Radojewski
Amica	Akumuluj	84,8	79,7			24.03.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Dino Polska	Redukuj	358,6	415,5			21.03.2023	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Kupuj	18,7	13,8			21.03.2023	9M	Dariusz Dadej
Pepco Group	Akumuluj	50,1	43,7			20.02.2023	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Kupuj	72,5	52,8			27.01.2023	9M	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

Mateusz Chrzanowski - Młodszy Analityk Akcji, Dariusz Nawrot - Starszy Analityk Akcji; (4) Cena docelowa skorygowana o dywidendę

## DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

### **Sobiesław Kozłowski, MPW**

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

tel.: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele, strategia i banki

### **Krzysztof Radojewski**

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

tel.: +48 22 213 22 35

Biotechnologia

### **Michał Sztabler**

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

tel.: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

### **Dariusz Dądej**

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

tel.: +48 602 445 334

Handel detaliczny, przemysł

### **Krzysztof Ojczyk, MPW**

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

tel.: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

### **Mateusz Chrzanowski**

[mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl](mailto:mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl)

tel.: +48 785 904 686

Przemysł, automotive, gaming, XTB

### **Dariusz Nawrot**

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

tel. +48 783 931 515

Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

### **Jacek Borawski**

[jacek.borawski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.borawski@noblesecurities.pl)

Analiza techniczna