

## FORTE – wyczekując na powrót koniunktury

Trwające spowolnienie na rynku meblowym, połączone z niskim sezonem (kwiecień-wrzesień) oraz utrzymujący się wyraźnie niższy wpływ zamówień skłaniają nas do kolejnej weryfikacji wcześniejszych prognoz. Mimo, że wciąż oczekujemy poprawy w branży meblarskiej wraz z początkiem kolejnego wysokiego sezonu, czyli na przełomie 2024 i 2025 roku, obecne estymacje wskazują, że będzie ona słabsza niż zazwyczaj. Aktualizując nasze prognozy widzimy 2% potencjał wzrostowy w średnim terminie dlatego też obniżamy rekomendację z AKUMULUJ do TRZYMAJ jednocześnie obniżając wycenę z 25,2 zł do 23,0 zł.

### Redukcja nakładów inwestycyjnych

Jak informuje Zarząd budżet inwestycji na rok obrotowy 2024/25 został bardzo istotnie ograniczony z racji na wdrożone działania naprawcze. Planowane nakłady inwestycyjnie nie powinny przekroczyć 11 mln zł i dotyczyć mają jedynie niezbędnych wydatków odtworzeniowych. Biorąc pod uwagę sytuację rynkową i związaną z nią obecnie posiadaną nadwyżkę niewykorzystanych mocy produkcyjnych oraz wysokość nakładów ponoszonych w latach ubiegłych, powinno to pozostać bez negatywnego wpływu na zdolności produkcyjne, jak również na bezpieczeństwo prowadzonej działalności.

### Kowenanty bankowe pozostaną podwyższone

Na koniec 4Q23/24 banki finansujące wyraziły zgodę na podwyższenie wskaźnika dług netto/EBITDA do poziomu **6,8x**. W odniesieniu do kwartału kończącego się 30.06.2024 r. wyraziły zgodę na podwyższenie wskaźnika do poziomu **8,0x**. Obecnie trwają rozmowy dotyczące uspołnienia zasad finansowania Grupy oraz ustanowienia zabezpieczeń, których finał jest zakładany do końca lipca. Wszystkie kredyty obrotowe FORTE mają być zamienione na kredyty terminowe w EUR z ostatecznym terminem zapadalności do 31.03.2027 roku oraz harmonogramem proporcjonalnego obniżania ekspozycji kredytowej we wszystkich bankach począwszy od 2Q24/25. Do czasu podpisania dokumentacji kredytowej Grupa raportuje do wszystkich banków w skali miesięcznej swoją sytuację płynnościową.

### Realizacja akredytywy obciąża wyniki 1Q24/25

Nie widząc perspektyw rozwoju działalności biznesowej w Indiach, ani poprawy jej rentowności Zarząd zdecydował o zakończeniu zaangażowania kapitałowego na tamtym rynku. Celem sfinalizowania niezbędnych zobowiązań FORTE FURNITURE PRODUCT INDIA (FFPI), wyraził zgodę na podwyższenie kapitału w FFPI w kwocie 760 tys. EUR. Jednocześnie ING Bank Śląski dokonał wypłaty środków zabezpieczonych akredytywą SBLC w kwocie 2,27 mln EUR na rzecz Deutsche Bank w związku z otrzymanym wezwaniem informującym o naruszeniu warunków umowy kredytowej przez spółkę indyjską. Otwarta akredytywa pomniejszyła dostępność środków w ramach linii kredytu obrotowego JD w ING Bank Śląski. Efekt realizacji akredytywy obciąża koszty finansowe Grupy w 1Q24/25.

**Wartość akcji Forte SA oszacowana została na podstawie wyceny metodami: DCF (21,2 zł) oraz porównawczą (21,0 zł), co po zważeniu powyższych wycen równymi wagami dało 9-miesięczną cenę docelową równą 23,0 zł.**

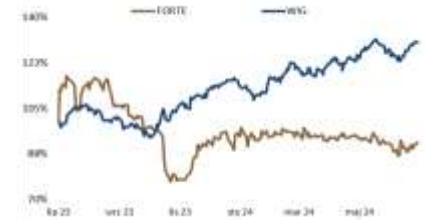
| mln. zł                | 2022/23 | 2023/24 | 2024/25P | 2025/26P | 2026/27P |
|------------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| Przychody ze sprzedaży | 1 243   | 1 031   | 1 125    | 1 228    | 1 326    |
| EBITDA                 | 121     | 53      | 108      | 122      | 135      |
| Zysk netto j. d.       | 20      | -61     | 17       | 37       | 49       |
| EPS                    | 0,82    | -2,53   | 0,70     | 1,57     | 2,04     |
| DPS                    | 2,0     | 0,0     | 0,0      | 0,0      | 0,0      |
| P/E (x)                | 32,9    | -8,9    | 32,2     | 14,4     | 11,0     |
| EV/EBITDA (x)          | 8,6     | 16,5    | 8,2      | 6,9      | 5,8      |

Źródło: Spółka, Noble Securities, P-prognoza NS

**NOBLE  
SECURITIES**  
DOM MAKLERSKI

**TRZYMAJ**  
(Aktualizacja - obniżona)

|                           |                |
|---------------------------|----------------|
| Cena bieżąca              | 22,5 zł        |
| <b>Cena docelowa (9M)</b> | <b>23,0 zł</b> |
| Potencjał wzrostu         | 2%             |
| Kapitalizacja             | 541 mln zł     |
| Free float                | 56,77%         |
| Śr. wolumen 6M            | 3 269          |



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 Luxembourg SARL | 43.23% |
| OFE Allianz                    | 14.43% |
| OFE PZU Żłota Jesień           | 11.52% |
| OFE Nationale-Nederlanden      | 7.56%  |
| Pozostali                      | 23.25% |

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, PAP Biznes

**Dariusz Dadej**  
Analityk akcji

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

**+48 602 445 334**

**OBJAŚNIENIE 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 korzystano 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: 2024.07.09 13:00. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Rekomendacji: 2024.07.09 godz. 13:05.

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

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

#### **Ostatnio wydane rekomendacje/aktualizacje dotyczące Fabryki Mebli FORTE SA.**

| Rekomendacja/aktualizacja            | Trzymaj    | Kupuj     | Akumuluj   | Trzymaj    | Akumuluj   | Trzymaj   | Akumuluj   | Akumuluj   |
|--------------------------------------|------------|-----------|------------|------------|------------|-----------|------------|------------|
| Data wydania                         | 20.12.2019 | 5.11.2020 | 31.03.2021 | 11.10.2021 | 13.05.2022 | 3.01.2023 | 17.07.2023 | 12.01.2024 |
| Kurs z dnia rekomendacji             | 30,85      | 34,50     | 52,00      | 53,50      | 33,00      | 21,00     | 28,00      | 23,80      |
| Cena docelowa                        | 29,5       | 48,30     | 55,00      | 51,50      | 38,90      | 21,30     | 31,00      | 25,20      |
| 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   | 76 106,2   |

## 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)       |
|---------------------|------------|-------------------|-------------------|--------------|---------------------------|------------------|-------------------|----------------------|
| Toya                | nd         | 12,0              | 8,4               | 8,51         | 41%                       | 28.06.2024       | 9M                | Dariusz Nawrot       |
| Photon Energy       | nd         | 7,3               | 7,5               | 7,38         | -1%                       | 28.06.2024       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Unibep              | nd         | 12,8              | 9,4               | 10,60        | 21%                       | 27.06.2024       | 9M                | Dariusz Nawrot       |
| Molecure            | Kupuj      | 19,7              | 14,0              | 13,18        | 49%                       | 25.06.2024       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Answer.com          | Trzymaj    | 23,7              | 22,6              | 25,50        | -7%                       | 24.06.2024       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| XTB                 | Trzymaj    | 69,5              | 68,1              | 69,76        | 0%                        | 18.06.2024       | 9M                | Mateusz Chrzanowski  |
| Selvita             | Akumuluj   | 75,6              | 65,0              | 68,00        | 11%                       | 12.06.2024       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Aparator            | Akumuluj   | 17,9              | 16,0              | 16,70        | 7%                        | 11.06.2024       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Ailleron            | Kupuj      | 23,1              | 17,2              | 17,10        | 35%                       | 10.06.2024       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Photon Energy       | nd         | 6,8               | 7,7               | 7,38         | -8%                       | 31.05.2024       | 9M                | Michał Sztabler      |
| MO-BRUK             | Akumuluj   | 375,8             | 320,0             | 307,00       | 22%                       | 23.05.2024       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| 11bit studios       | Kupuj      | 952,6             | 573,0             | 632,00       | 51%                       | 22.05.2024       | 9M                | Mateusz Chrzanowski  |
| Ryvu Therapeutics   | Kupuj      | 75,5              | 54,5              | 49,50        | 53%                       | 21.05.2024       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Torpol              | Trzymaj    | 35,0              | 34,0              | 36,50        | -4%                       | 16.05.2024       | 9M                | Dariusz Nawrot       |
| Pepco Group         | Trzymaj    | 21,9              | 21,4              | 20,77        | 5%                        | 14.05.2024       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Torpol              | Kupuj      | 35,0              | 28,5              |              |                           | 10.05.2024       | 9M                | Dariusz Nawrot       |
| Unibep              | nd         | 12,0              | 9,5               | 10,60        | 13%                       | 09.05.2024       | 9M                | Dariusz Nawrot       |
| Sonel               | nd         | 15,8              | 15,0              | 18,60        | -15%                      | 06.05.2024       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Mabion              | nd         | 19,0              | 16,2              | 17,00        | 12%                       | 29.04.2024       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Bioton              | nd         | 4,5               | 3,5               | 3,41         | 31%                       | 18.04.2024       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Toya                | nd         | 11,5              | 7,2               | 8,51         | 35%                       | 11.04.2024       | 9M                | Dariusz Nawrot       |
| Captor Therapeutics | Kupuj      | 131,1             | 75,0              | 71,40        | 84%                       | 11.04.2024       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| LW Bogdanka         | Sprzedaj   | 22,7              | 33,7              | 29,06        | -22%                      | 10.04.2024       | 9M                | Michał Sztabler      |
| MCI Capital         | md         | 40,7              | 25,1              | 26,00        | 57%                       | 05.04.2024       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Torpol              | Redukuj    | 35,5              | 38,0              |              |                           | 19.03.2024       | 9M                | Dariusz Nawrot       |
| Dino Polska         | Akumuluj   | 445,1             | 412,0             | 385,00       | 16%                       | 19.03.2024       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Eurocash            | Trzymaj    | 15,7              | 15,0              | 13,51        | 16%                       | 19.03.2024       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| CD Projekt          | Kupuj      | 192,8             | 106,2             | 145,00       | 33%                       | 05.03.2024       | 9M                | Mateusz Chrzanowski  |
| Torpol              | Trzymaj    | 31,5              | 30,4              |              |                           | 05.03.2024       | 9M                | Dariusz Nawrot       |
| Celon Pharma        | Kupuj      | 25,5              | 14,9              | 15,68        | 63%                       | 05.03.2024       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Tauron PE           | Redukuj    | 3,1               | 3,6               | 3,88         | -21%                      | 01.03.2024       | 9M                | Michał Sztabler      |
| LPP                 | Kupuj      | 19282,0           | 16000,0           | 16810,00     | 15%                       | 16.02.2024       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Forte               | Akumuluj   | 25,2              | 23,8              | 22,20        | 14%                       | 12.01.2024       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Torpol              | Kupuj      | 28,3              | 23,1              |              |                           | 18.12.2023       | 9M                | Dariusz Nawrot       |
| Amica               | Kupuj      | 109,2             | 80,7              | 70,40        | 55%                       | 12.12.2023       | 9M                | Mateusz Chrzanowski  |
| MCI Capital         | nd         | 40,3              | 23,7              |              |                           | 08.12.2023       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Answer.com          | Trzymaj    | 31,8              | 31,2              | 25,50        | 25%                       | 07.12.2023       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Sonel               | nd         | 12,4              | 11,7              |              |                           | 05.12.2023       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Ailleron            | Akumuluj   | 22,7              | 19,2              |              |                           | 04.12.2023       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Celon Pharma        | Kupuj      | 29,1              | 14,2              |              |                           | 01.12.2023       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| LW Bogdanka         | Redukuj    | 28,6              | 33,8              |              |                           | 30.11.2023       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Captor Therapeutics | Kupuj      | 137,1             | 86,8              |              |                           | 29.11.2023       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| MO-BRUK             | Kupuj      | 390,3             | 290,0             |              |                           | 23.11.2023       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| XTB                 | Kupuj      | 67,7              | 35,0              |              |                           | 23.11.2023       | 9M                | Mateusz Chrzanowski  |
| Selvita             | Akumuluj   | 72,6              | 60,3              |              |                           | 22.11.2023       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Aparator            | Akumuluj   | 16,9              | 14,9              |              |                           | 21.11.2023       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Molecure            | Kupuj      | 23,5              | 17,9              | 13,18        | 78%                       | 20.11.2023       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Aplisens            | nd         | 29,3              | 22,4              | 22,80        | 29%                       | 17.11.2023       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Pepco Group         | Trzymaj    | 19,0              | 19,8              |              |                           | 15.11.2023       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Ryvu Therapeutics   | Kupuj      | 77,7              | 56,0              |              |                           | 10.11.2023       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| TIM                 | Zakończona | 40,6              | 47,7              |              |                           | 06.11.2023       | 9M                | Michał Sztabler      |
| LPP                 | Kupuj      | 16795,0           | 13000,0           |              |                           | 20.10.2023       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Auto Partner        | Kupuj      | 33,9              | 22,8              | 23,05        | 47%                       | 04.10.2023       | 9M                | Mateusz Chrzanowski  |
| InterCars           | Kupuj      | 708,0             | 557,0             | 539,00       | 31%                       | 04.10.2023       | 9M                | Mateusz Chrzanowski  |
| Mabion              | nd         | 23,6              | 17,0              |              |                           | 02.10.2023       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Wielton             | Kupuj      | 10,2              | 8,4               | 6,95         | 47%                       | 19.09.2023       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Dino Polska         | Akumuluj   | 431,8             | 378,1             |              |                           | 19.09.2023       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Eurocash            | Trzymaj    | 15,0              | 14,8              |              |                           | 19.09.2023       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Bioton              | nd         | 5,4               | 3,8               |              |                           | 19.09.2023       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Unibep              | nd         | 12,5              | 10,4              |              |                           | 15.09.2023       | 9M                | Dariusz Nawrot       |
| Photon Energy       | nd         | 13,9              | 10,8              |              |                           | 11.09.2023       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Toya                | nd         | 10,1              | 6,3               |              |                           | 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              |              |                           | 31.07.2023       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Torpol              | Kupuj      | 22,6              | 18,0              |              |                           | 18.07.2023       | 9M                | Dariusz Nawrot       |
| Forte               | Akumuluj   | 31,0              | 28,0              |              |                           | 17.07.2023       | 9M                | Dariusz Dadej        |

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia, (2) rekomendacja obowiązuje przez 9 miesięcy lub do momentu aktualizacji

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Zastępca Dyrektora Departamentu 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 Dadej**[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