

## Fabryka Mebli FORTE – ucieczka od nadmiernego długu

Forte kontynuuje zmniejszanie zadłużenia redukując m.in. nakłady inwestycyjne. Celem jest zejście poniżej poziomu 3,0x długu netto do EBITDA na koniec 2Q20. Spadające konsekwentnie wolumeny sprzedaży mebli spółka rekompensuje poprawiając marżę oraz sprzedając nadwyżki płyty surowej z fabryki Tanne. Jednakże z powodu ryzyk dotyczących zwiększających się kosztów pracy czy energii i ze względu na niepewność dotyczącą koniunktury na głównych rynkach zbytu spółki, wydaję rekomendację **TRZYMAJ** wyznaczając cenę docelową na **29,5 zł**.

## Kolejny kwartał słabszych wyników

Trzeci kwartał 2019 roku przyniósł lekką poprawę przychodów r/r +3,0 %. Przy czym bardziej widoczna jest poprawa wyniku na poziomie EBIT i EBITDA odpowiednio o 32% i 22% r/r głównie za sprawą niskiej bazy sprzed roku. Wynik na poziomie zysku netto w wysokości 1,3 mln zł był gorszy r/r o 91 % ze względu na zdarzenia jednorazowe oraz koszty odsetek od kredytów i ujemne różnice kursowe.

## Redukcja długu priorytetem

Zgodnie z umową z bankami finansującymi spółkę dług netto do EBITDA na koniec 2019 roku powinien znaleźć się na poziomie poniżej 4,0 a na koniec drugiego kwartału 2020 poniżej 3,0 z uwzględnieniem niewliczania do wskaźnika niektórych zdarzeń o charakterze jednorazowym. W związku z tym mocno ograniczony został program inwestycyjny. W 2019 nakłady inwestycyjne mają wynieść łącznie niespełna 30 mln zł (przy amortyzacji około 57 mln zł). Na rok 2020 spółka planuje 30-35 mln zł nakładów. Na dzień wydania rekomendacji wygląda na to, że Forte jest na dobrej drodze w realizacji planu uzgodnionego z bankami.

## Odłożenie planów budowy piątej fabryki mebli

W listopadzie br. Forte poinformowało w komunikacie o odłożeniu na czas nieokreślony inwestycji w nową fabrykę mebli w Suwałkach. Rozmowy z grupą Homag w sprawie zawarcia umowy na zaprojektowanie, wykonanie i dostawę linii produkcyjnych nie będą kontynuowane. Decyzja wg. spółki podyktowana została wysoką niepewnością co do sytuacji makroekonomicznej w Europie oraz stale rosnącymi kosztami działalności spółki.

**Wartość akcji Forte SA oszacowana została na podstawie wyceny metodami: DCF (22,60 zł) oraz porównawczą (32,10 zł), co po zważeniu powyższych wycen równymi wagami dało 9-miesięczną cenę docelową równą 29,50 zł.**

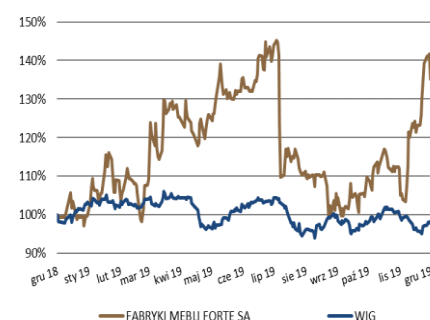
tys. zł	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	1 096 230	1 107 298	1 147 812	1 252 727	1 290 019	1 327 466	1 366 274
EBITDA	125 637	117 492	139 594	148 366	153 384	159 210	164 218
Zysk netto przyp. na akcj. j. c	77 340	34 471	38 928	57 641	68 243	72 362	75 676
EPS	3,23	1,44	1,63	2,41	2,85	3,02	3,16
DPS	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/E (x)	9,5	21,4	19,0	12,8	10,8	10,2	9,8
EV/EBITDA (x)	10,0	11,7	8,8	8,0	7,4	6,9	6,3

Źródło: Spółka, Noble Securities, P-prognoza NS

**NOBLE  
SECURITIES**  
DOM MAKLERSKI

**TRZYMAJ**  
(Rekomendacja inicjująca)

Cena bieżąca	30,85 zł
<b>Cena docelowa (9M)</b>	<b>29,5 zł</b>
Potencjał spadku	-4,4%
Kapitalizacja	738,3 mln zł
Free float	31,73%
Śr. wolumen 6M	12 808



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.

## STRUKTURA AKCJONARIATU

MaForm Holding Luxembourg SARL	32.44%
OFE PZU Złota Jesień	10.86%
OFE Aviva Santander	8.84%
IPOPEMA 160 FIZ AN	8.59%
OFE Nationale-Nederlanden	7.53%
Pozostali	31.73%

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg,

**Dariusz Dadej**

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

**+48 22 660 2483**

**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.

**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 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 MOGĘBY 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 osiągniętych przez tę inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową, który ma na celu zabezpieczenie informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej oraz zapobieganie nieuzasadnionemu ich przepływowi bądź niewłaściwemu ich wykorzystaniu. NS ogranicza do niezbędnego minimum krąg osób mających dostęp do informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej. W celu kontrolowania dostępu do istotnych informacji o charakterze niepublicznym, w ramach NS funkcjonują wewnętrzne ograniczenia i bariery w przekazywaniu informacji, tzw. chińskie mury, tj. zasady, procedury i fizyczne rozwiązania mające na celu uniemożliwienie przepływu i wykorzystania informacji poufnej oraz stanowiących tajemnicę zawodową. NS stosuje ograniczenia w fizycznym dostępie (odrębne pokoje, szafy zamykane na klucz) oraz w zakresie dostępu do systemów informatycznych.

NS posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres. NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie 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 Analityk 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 Analityk ani NS nie biorą odpowiedzialności za zawartość tych stron.

Inwestowanie 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 partycularnych 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 rekomendacji 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: 2019.12.20 15:34. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Rekomendacji: 2019.12.20 godz. 15:45.

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

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

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

Rekomendacja/aktualizacja	Trzymaj
Data wydania	20.12.2019 godz. 15:45
Kurs z dnia rekomendacji	30,85
Cena docelowa	29,5
WIG w dniu rekomendacji (godz. 15:45)	57 327,15

## 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)
Amica	Akumuluj	165,2	138,0	141,6	17%	2019.12.13	9M	Michał Sztabler
11 bit studios	Kupuj	479,2	388,0	386,5	24%	2019.12.11	9M	Kamil Jędrej
Apator	Akumuluj	24,4	21,4	21,0	16%	2019.11.28	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Trzymaj	129,0	134,2	140,0	-8%	2019.11.25	9M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Trzymaj	232,3	243,0	268,7	-14%	2019.10.15	9M	Kamil Jędrej
Bogdanka	Redukuj	31,6	35,2	35,0	-10%	2019.10.04	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Redukuj	140,2	156,3	0,0	0%	2019.09.16	9M	K. Radojewski, D. Dadej
Amrest Holdings	Kupuj	54,9	43,2	42,9	28%	2019.09.16	9M	K. Radojewski, D. Dadej
Eurocash	Akumuluj	27,0	22,7	21,8	24%	2019.09.11	9M	K. Radojewski, D. Dadej
Bioton	nd	7,5	5,3	3,8	98%	2019.07.26	24M	K. Radojewski, K. Jędrej
MCI Capital	nd	26,5	7,3	8,9	197%	2019.06.28	24M	K. Radojewski, K. Jędrej
TIM	nd	14,1	9,8	9,8	44%	2019.06.17	24M	Michał Sztabler
11 bit studios	Akumuluj	464,7	395,0	0,0	0%	2019.06.06	9M	Kamil Jędrej
Amrest Holdings	Kupuj	52,1	37,5	0,0	0%	2019.05.21	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Trzymaj	111,0	112,7	0,0	0%	2019.05.20	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Trzymaj	143,5	145,0	0,0	0%	2019.03.28	zawieszona	Krzysztof Radojewski
Eurocash	Akumuluj	26,8	22,4	0,0	0%	2019.03.15	9M	Krzysztof Radojewski
Amica	Kupuj	139,5	111,4	0,0	0%	2019.01.07	9M	Michał Sztabler
Izoblok	Kupuj	45,0	29,4	35,0	29%	2019.01.07	9M	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	11,3	9,8	5,8	96%	2019.01.07	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	31,0	22,8	0,0	0%	2019.01.07	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Kupuj	194,3	150,7	0,0	0%	2019.01.04	9M	Kamil Jędrej

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

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Analityk Akcji (zakończył pracę w NS z dn. 31.10.2019), Michał Sztabler - Analityk Akcji, Kamil Jędrej - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji \*korekta cen o split akcji

## DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Sobiesław Kozłowski, MPW  
[sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl](mailto:sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl)  
 tel: +48 22 213 22 30

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

Kamil Jędrej  
[kamil.jedrej@noblesecurities.pl](mailto:kamil.jedrej@noblesecurities.pl)  
 tel: +48 22 213 22 37

Dariusz Dadej  
[dariusz.dadej@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.dadej@noblesecurities.pl)  
 tel: +48 22 213 22 19  
 mobile: +48 781 910 497

Krzysztof Ojczyk, MPW  
[krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl)  
 tel: +48 12 422 31 00  
 Analiza techniczna