

## Toya – Słabszy 4Q'23, ale perspektywy dobre

Wyniki spółki w 4Q'23 okazały się niższe od naszych prognoz. Głównym powodem była mniejsza sprzedaż na rynkach pozaeuropejskich. Przychody zrealizowane w Polsce i w Rumunii nie odbiegały znacząco od naszych szacunków. Spodziewamy się, że 1Q'24 przyniesie poprawę wyników w ujęciu r/r i kw/kw. Pod koniec 2024 r. pozytywny wpływ na sprzedaż narzędzi w Polsce może mieć napływ środków unijnych, który powinien przyczynić się do wzrostu skali prowadzonych inwestycji budowlanych. W związku ze słabszymi wynikami w 4Q'23 korygujemy jednak nieco w dół prognozy wyników finansowych na cały 2024 r i 2025 r. W długim terminie nadal widzimy duży potencjał do wzrostu skali działalności na rynkach zagranicznych i systematycznej poprawy wyników skonsolidowanych. Spadek stopy wolnej od ryzyka, premii za ryzyko oraz wzrost cen akcji innych producentów narzędzi i elektronarzędzi w ostatnich miesiącach, wpływa na podwyższenie przez nas wyceny akcji Toya z 10,1 zł do 11,5 zł.

### Oczekiwany wzrost sprzedaży w Polsce i Europie Środkowo-Wschodniej

W związku z niższym poziomem sprzedaży w 4Q'23 korygujemy nieznacznie w dół prognozy sprzedaży na 2024 i 2025 r. Korekta ta dotyczy rynków pozaeuropejskich. Nadal uważamy, że sprzedaż w Polsce i w Europie Środkowo-Wschodniej w najbliższych kwartałach będzie się systematycznie zwiększać, dzięki stopniowej poprawie nastrojów konsumenckich. Wsparciem dla popytu w Polsce pod koniec bieżącego roku i w 2025 r. powinien być też napływ środków unijnych (w ramach KPO i „Perspektywy 2021 – 2027”), który przekładać się będzie na większą liczbę inwestycji budowlanych. Liczymy na dalszy wzrost sprzedaży w Ukrainie (w 2023 r. +18% r/r), która obecnie jest trzecim rynkiem dla spółki (6% udział w przychodach skonsolidowanych). Zakończenie wojny w tym kraju w sposób wyraźnie pozytywny mogłoby wpłynąć na wyniki Toya.

### Ryzyka dla wyceny

Głównym czynnikiem ryzyka dla wyników finansowych i wyceny akcji jest wydłużenie w czasie okresu spowolnienia gospodarczego, które może skutkować wzrostem bezrobocia, a w konsekwencji ograniczeniem wydatków remontowych i inwestycyjnych. W długim terminie ryzykiem dla wzrostu sprzedaży w Toya jest też mniejsza niż w przypadku firm konkurencyjnych oferta elektronarzędzi akumulatorowych, segmentu charakteryzującego się największą dynamiką wzrostu w ostatnich latach.

**Wartość akcji Toya oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodą DCF na 10,40 zł oraz porównawczą na 12,74 zł. Pierwszej z metod przypisaliliśmy 90% wagi, drugiej – 10%. Cenę docelową w horyzoncie 9-miesięcznym wyznaczyliśmy na 11,5 zł, co daje 60% potencjał wzrostu kursu akcji.**

| mln zł                                     | 2021  | 2022  | 2023  | 2024P | 2025P | 2026P |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody ze sprzedaży                     | 686,7 | 762,6 | 732,4 | 776,3 | 838,4 | 905,5 |
| EBITDA                                     | 113,2 | 112,8 | 105,1 | 109,9 | 119,7 | 129,2 |
| EBIT                                       | 98,9  | 97,6  | 88,8  | 92,7  | 101,7 | 110,8 |
| Zysk netto przypisany akcjonariuszom j. d. | 77,4  | 70,2  | 68,3  | 73,9  | 81,1  | 88,4  |
| EPS  | 1,03  | 0,94  | 0,91  | 0,98  | 1,08  | 1,18  |
| DPS  | 0,29  | 0,00  | 0,00  | 0,46  | 0,49  | 0,54  |
| P/E (x)                                    | 7,0   | 7,7   | 7,9   | 7,3   | 6,7   | 6,1   |
| EV/EBITDA (x)                              | 5,5   | 5,4   | 4,8   | 4,6   | 4,2   | 3,7   |

Źródło: Toya S.A., P - prognozy Noble Securities

Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 11.04.2024 o godz. 14:20. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 11.04.2024 o godz. 14:40.



### Raport aktualizujący

|                    |            |
|--------------------|------------|
| Cena bieżąca       | 7,20 zł    |
| Cena docelowa (9M) | 11,5 zł    |
| Potencjał wzrostu  | 60%        |
| Kapitalizacja      | 540 mln zł |
| Free float         | 45%        |
| Śr. wolumen 6M     | 50 239     |



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

### PROFIL SPÓŁKI

Toya jest importerem i dystrybutorem narzędzi ręcznych, elektronarzędzi, sprzętów codziennego użytku, wytwarzanych w oparciu o własne projekty. Spółka posiada w ofercie ok. 11,5 tys. produktów i co roku wzbogaca swoje portfolio o ok. 700 nowych wyrobów. Toya sprzedaje towary do ponad 100 krajów na całym świecie.

### STRUKTURA AKCJONARIATU

|                  |       |
|------------------|-------|
| Jan Szmidt       | 37,7% |
| Romuald Szalagan | 12,9% |
| Generali OFE     | 6,7%  |
| Beata Szmidt     | 4,3%  |
| Pozostali        | 38,5% |

Źródło: Toya S.A.

### Dariusz Nawrot

#### Starszy Analityk Akcji

[dariusz.nawrot@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.nawrot@noblesecurities.pl)  
+48 783 391 515

**Spis treści**

|   |    |
|---|----|
| <b>Wycena</b> .....                                     | 3  |
| Wycena metodą DCF .....                                 | 3  |
| Wycena metodą porównawczą .....                         | 4  |
| <b>Ostatnie wydarzenia istotne dla spółki</b> .....     | 5  |
| <b>Wyniki finansowe 4Q'23</b> .....                     | 6  |
| <b>Aktualizacja prognoz wyników finansowych</b> .....   | 8  |
| <b>Główne czynniki ryzyka</b> .....                     | 9  |
| <b>Tabele z wynikami finansowymi i prognozami</b> ..... | 10 |

## WYCENA

Akcje Toya wyceniliśmy przy wykorzystaniu dwóch metod: DCF z wagą 90% i analizy porównawczej z wagą 10%. Drugiej z metod przypisaliśmy niski udział ze względu na to, że na warszawskiej giełdzie nie ma spółek o bardzo zbliżonym profilu działania do Toyi. Z kolei spółki zagraniczne zajmujące się sprzedażą elektronarzędzi prowadzą bardziej globalną działalność, są notowane na rynkach rozwiniętych, z wyraźną premią do polskich podmiotów (premia za mniejsze ryzyko kraju).

**W horyzoncie 9-miesięcznym cenę docelową akcji Toya wyznaczyliśmy na poziomie 11,5 zł.** Przy wycenie nie uwzględnialiśmy żadnych zdarzeń jednorazowych.

| Podsumowanie wyceny       | Waga (x) | Wycena 1 akcji (zł) | Poprzednio  | Zmiana |
|---------------------------|----------|---------------------|-------------|--------|
| Wycena DCF                | 90%      | 10,40               | 9,05        | 15%    |
| Wycena porównawcza        | 10%      | 12,74               | 11,37       | 12%    |
| Średnia ważona metod      |          | 10,6                | 9,28        | 14%    |
| <b>Cena docelowa (9M)</b> |          | <b>11,5</b>         | <b>10,1</b> | 14%    |
| Cena aktualna             |          | 7,20                | 6,25        | 15%    |
| Potencjał                 |          | 60%                 | 62%         |        |

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Prognozy finansowe na lata 2024 - 2033.
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na 10 kwietnia 2024 r.
- Gotówka netto na 1.01.2024 –38,0 mln zł.
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 1% (bez zmian).
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,5% (poprzednio - 5,6%), premia za ryzyko – 5,8% (poprzednio - 6,3%), Beta na poziomie 1,0 (bez zmian).
- Średnioważony koszt kapitału na poziomie 11,1% (poprzednio 11,6%).

## WYCENA DCF

| DCF                              | 2024P        | 2025P        | 2026P        | 2027P        | 2028P        | 2029P        | 2030P        | 2031P        | 2032P        | 2033P        |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody ze sprzedaży           | 776          | 838          | 906          | 951          | 998          | 1 048        | 1 101        | 1 156        | 1 213        | 1 274        |
| NOPAT                            | 75           | 82           | 89           | 92           | 96           | 101          | 106          | 112          | 117          | 123          |
| Amortyzacja                      | 17           | 18           | 18           | 19           | 19           | 19           | 20           | 20           | 21           | 21           |
| Zmiany KON                       | -49          | -40          | -30          | -21          | -25          | -25          | -26          | -28          | -27          | -28          |
| CAPEX                            | -11          | -12          | -15          | -17          | -18          | -19          | -20          | -20          | -21          | -21          |
| <b>FCFF</b>                      | <b>32</b>    | <b>48</b>    | <b>62</b>    | <b>73</b>    | <b>72</b>    | <b>76</b>    | <b>80</b>    | <b>84</b>    | <b>90</b>    | <b>95</b>    |
| WACC                             | <b>11,1%</b> | <b>11,1%</b> | <b>11,1%</b> | <b>11,1%</b> | <b>11,1%</b> | <b>11,1%</b> | <b>11,1%</b> | <b>11,1%</b> | <b>11,1%</b> | <b>11,1%</b> |
| Współczynnik dyskonta            | 0,93         | 0,83         | 0,75         | 0,68         | 0,61         | 0,55         | 0,49         | 0,44         | 0,40         | 0,36         |
| DFCF                             | 30           | 40           | 47           | 50           | 44           | 42           | 40           | 37           | 36           | 34           |
| SUMA DFCFF do 2033               | 399          |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Wzrost FCFF po okresie prognozy  | 1%           |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Wartość rezydualna po 2033       | 952          |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Zdyskontowana wartość rezydualna | 343          |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Wartość Firmy (EV)               | 742          |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Gotówka netto 1.01.2024          | -38          |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Udziałowcy mniejszościowi        | 0            |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Wartość kapitałów własnych       | 780          |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Liczba akcji (w mln)             | 75,0         |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Wartość na 1 akcję               | 10,40        |              |              |              |              |              |              |              |              |              |

Źródło: Noble Securities

| Analiza wrażliwości |                          |      |      |      |      |
|---------------------|--------------------------|------|------|------|------|
|                     | Stopa wzrostu rezydualna |      |      |      |      |
|                     | -2%                      | -1%  | 0%   | 1%   | 2%   |
| WACC - 1,0%         | 10,1                     | 10,5 | 11,0 | 11,6 | 12,4 |
| WACC - 0,5%         | 9,7                      | 10,0 | 10,5 | 11,0 | 11,6 |
| WACC                | 9,2                      | 9,6  | 9,9  | 10,4 | 11,0 |
| WACC + 0,5%         | 8,9                      | 9,1  | 9,5  | 9,9  | 10,4 |
| WACC + 1,0%         | 8,5                      | 8,8  | 9,1  | 9,4  | 9,8  |

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

| WACC                           | 2024P        | 2025P        | 2026P        | 2027P       | 2028P        | 2029P        | 2030P        | 2031P        | 2032P        | 2033P        |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Stopa wolna od ryzyka          | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%        | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         | 5,5%         |
| Premia za ryzyko               | 5,8%         | 5,8%         | 5,8%         | 5,8%        | 5,8%         | 5,8%         | 5,8%         | 5,8%         | 5,8%         | 5,8%         |
| Beta                           | 1,0          | 1,0          | 1,0          | 0,0         | 1,0          | 1,0          | 1,0          | 1,0          | 1,0          | 1,0          |
| <b>Koszt kapitału własnego</b> | <b>11,3%</b> | <b>11,3%</b> | <b>11,3%</b> | <b>5,5%</b> | <b>11,3%</b> | <b>11,3%</b> | <b>11,3%</b> | <b>11,3%</b> | <b>11,3%</b> | <b>11,3%</b> |
| Efektywna stopa podatkowa      | 19,5%        | 19,5%        | 19,5%        | 19,5%       | 19,5%        | 19,5%        | 19,5%        | 19,5%        | 19,5%        | 19,5%        |
| Koszt długu                    | 7,5%         | 7,5%         | 7,5%         | 7,5%        | 7,5%         | 7,5%         | 7,5%         | 7,5%         | 7,5%         | 7,5%         |
| Koszt długu po tarczy          | 6,0%         | 6,0%         | 6,0%         | 6,0%        | 6,0%         | 6,0%         | 6,0%         | 6,0%         | 6,0%         | 6,0%         |
| Dług netto/EV                  | 5,0%         | 5,0%         | 5,0%         | 5,0%        | 5,0%         | 5,0%         | 5,0%         | 5,0%         | 5,0%         | 5,0%         |
| <b>WACC</b>                    | <b>11,1%</b> | <b>11,1%</b> | <b>11,1%</b> | <b>5,5%</b> | <b>11,1%</b> | <b>11,1%</b> | <b>11,1%</b> | <b>11,1%</b> | <b>11,1%</b> | <b>11,1%</b> |

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analizę porównawczą oparliśmy o akcje zagranicznych producentów elektronarzędzi i narzędzi ręcznych. Z racji tego, że są to podmioty ogólnosiwiatowe, o kapitalizacji wielokrotnie większej od Toyi, do wyceny porównawczej zastosowaliśmy 25% dyskonta. Do wyceny przyjęliśmy prognozowane wskaźniki P/E i EV/EBIDTA na lata 2024 – 2026. Na bazie wyceny porównawczej otrzymaliśmy wycenę 1 akcji na 12,74 zł.

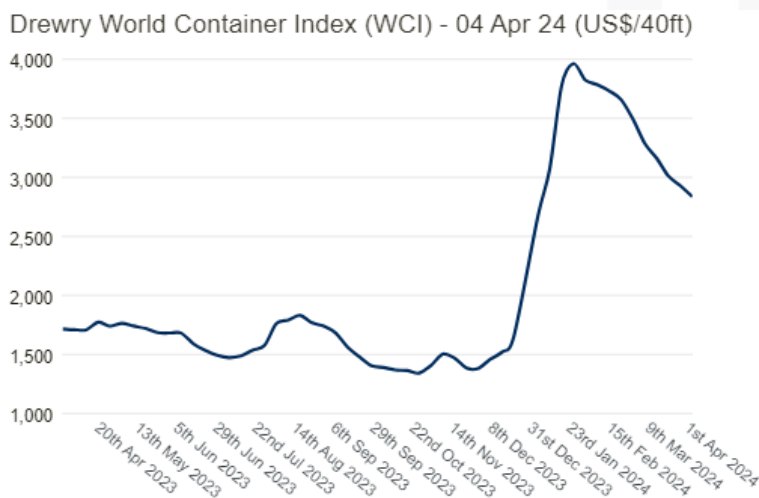
Poniżej zaprezentowane jest podsumowanie wyceny porównawczej:

| Wycena porównawcza                  | Kapitalizacja<br>(mln PLN) | P/E (x)     |             |             | EV/EBITDA (x) |             |              |
|-------------------------------------|----------------------------|-------------|-------------|-------------|---------------|-------------|--------------|
|                                     |                            | 2024P       | 2025P       | 2026P       | 2024P         | 2025P       | 2026P        |
| SOLAR A/S-B SHS                     | 1 361                      | 12,3        | 9,4         | 7,6         | 5,8           | 5,1         | 4,5          |
| REXEL SA                            | 31 372                     | 9,3         | 8,7         | 8,0         | 6,5           | 6,2         | 6,0          |
| BERGMAN & BEVING AKTIEBOLAG         | 2 266                      | 24,4        | 21,8        | 19,8        | 11,6          | 10,7        | 10,2         |
| MOMENTUM GROUP KOMPONENTER &        | 2 557                      | 29,6        | 27,4        | 25,6        | 18,2          | 17,2        | 16,4         |
| EINHELL GERMANY AG-VORZUG           | 2 507                      | 9,3         | 8,5         |             | 6,8           | 6,3         |              |
| MAKITA CORP                         | 31 635                     | 28,2        | 22,7        | 19,3        | 14,5          | 12,7        | 11,2         |
| MOMENTUM GROUP KOMPONENTER &        | 2 557                      | 29,6        | 27,4        | 25,6        | 18,2          | 17,2        | 16,4         |
| STANLEY BLACK & DECKER INC          | 57 456                     | 22,5        | 15,9        | 13,1        | 12,7          | 10,3        | 9,4          |
| TECHTRONIC INDUSTRIES CO LTD        | 100 053                    | 22,1        | 18,6        | 15,9        | 14,7          | 13,0        | 11,4         |
| FISKARS OYJ ABP                     | 5 939                      | 16,6        | 13,1        | 11,2        | 10,4          | 7,8         | 7,2          |
| AP-ON INC                           | 60 783                     | 15,1        | 14,3        | 13,3        | 10,9          | 10,6        | 10,6         |
| <b>Mediana</b>                      |                            | <b>22,1</b> | <b>15,9</b> | <b>14,6</b> | <b>11,6</b>   | <b>10,6</b> | <b>10,4</b>  |
| Toya                                | 540                        | 7,3         | 6,7         | 6,1         | 4,6           | 4,2         | 3,7          |
| Premia/dyskonto do mediany          |                            | -67%        | -58%        | -58%        | -60%          | -61%        | -65%         |
| Implikowana wartość godziwa Toya    |                            | 16,3        | 12,9        | 12,9        | 11,1          | 11,2        | 12,2         |
| Waga wskaźnika                      |                            | 17%         | 17%         | 17%         | 17%           | 17%         | 17%          |
| Średnia ważona wartość 1 akcji Toya |                            |             |             |             |               |             | <b>12,74</b> |

Źródło: serwis Bloomberg, dane na: 10.04.2024, godz. 16:15

## Ostatnie wydarzenia istotne dla spółki

- 13 września 2023 r. Toya S.A. spłaciła nieodnawialny kredyt w BNP Paribas (umowa z 8 września 2020 r.), przed terminem zapadalności, przypadającym na 30 września 2024 r. Po spłacie tego kredytu zadłużenie z tytułu kredytów obniżyło się praktycznie do zera - Toya S.A. posiada limity kredytowe w rachunkach bieżących w 3 bankach na kwotę 155 mln zł, ale ich wykorzystanie na koniec 2023 r. było zerowe.
- 6 marca 2024 r. Rada Nadzorcza Toya S.A. wyraziła zgodę na zawarcie z Citibank China umowy poręczenia kredytu krótkoterminowego obrotowego, który miał być zaciągnięty przez spółkę zależną od Toya S.A – Yato Tools (Shanghai) – w kwocie 60 mln juanów (ok. 33 mln zł). Poręczenie ze strony Toya S.A. dotyczy wyższej kwoty zobowiązań, 72 mln juanów (ok. 40 mln zł), obowiązuje do 31 sierpnia 2025 r.
- 26 marca 2024 r. Yato Tools (Shanghai) zawarło umowę z Citibank China na udzielenie kredytu obrotowego w kwocie 60 mln juanów. Umowa została zawarta na 12 miesięcy. Środki pozyskane z kredytu zostaną przeznaczone na zwiększenie stanów magazynowych towarów w magazynie buforowym w miejscowości Baidu Town.
- Pod koniec 2023 r. zaczęły rosnąć stawki frachtu za transport towarów z Chin do Europy. Główną przyczyną były ataki Huti na statki płynące przez Morze Czerwone, wpływ miał też zwiększony eksport towarów z Chin przed obchodami Nowego Roku. Od lutego stawki frachtu spadają, wyższe koszty transportu z przełomu 2023/2024 mogą się jednak lekko negatywnie przełożyć na marże osiąmane przez grupę Toya w Europie w najbliższych miesiącach.



Źródło: [drewry.co.uk](https://www.drewry.co.uk)

## Wyniki finansowe 4Q'23

Wyniki za 4Q'23 okazały się zauważalnie niższe od naszych prognoz. Na poziomie skonsolidowanym Toya osiągnęła 177,7 mln zł skonsolidowanych przychodów (-17% r/r), 18,2 mln zł EBIT (-29% r/r) i 14,9 mln zł zysku netto przypisanego akcjonariuszom jednostki dominującej (-18% r/r).

| mln zł                          | 4Q'22 | 1Q'23 | 2Q'23 | 3Q'23 | 4Q'23 | Zmiana<br>4Q'23/4Q'22 | 4Q'23P |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------------|--------|
| Przychody ze sprzedaży          | 214,8 | 175,0 | 193,0 | 186,7 | 177,7 | -17%                  | 195,0  |
| Zysk brutto na sprzedaży        | 62,9  | 56,9  | 64,0  | 63,6  | 59,5  | -5%                   | 66,3   |
| Koszty sprzedaży                | -24,9 | -28,5 | -28,2 | -27,2 | -30,4 | 22%                   | -27,7  |
| Koszty ogólnego zarządu         | -12,0 | -9,4  | -11,7 | -10,6 | -11,2 | -7%                   | -12,6  |
| EBITDA                          | 29,4  | 22,9  | 29,8  | 29,9  | 22,4  | -24%                  | 30,2   |
| EBIT                            | 25,4  | 19,0  | 25,7  | 25,8  | 18,2  | -29%                  | 26,0   |
| Saldo finansowe                 | -2,6  | -1,7  | -1,2  | -0,6  | -0,2  | -91%                  | -0,2   |
| Wynik netto akcjonariuszy j. d. | 18,1  | 13,6  | 19,9  | 20,0  | 14,9  | -18%                  | 20,5   |
| Marża zysku brutto ze sprzedaży | 29,3% | 32,5% | 33,2% | 34,1% | 33,5% | 4,2%                  | 34,0%  |
| Marża EBITDA                    | 13,7% | 13,1% | 15,5% | 16,0% | 12,6% | -1,1%                 | 15,5%  |
| Marża EBIT                      | 11,8% | 10,9% | 13,3% | 13,8% | 10,2% | -1,6%                 | 13,3%  |
| Marża netto                     | 8,4%  | 7,8%  | 10,3% | 10,7% | 8,4%  | -0,1%                 | 10,5%  |

Źródło: Toya (wyniki 4Q'22-4Q'23), P - prognoza Noble Securities

Istotny spadek przychodów r/r wynikał przede wszystkim z wysokiej bazy odniesienia - w 4Q'22 Toya stosowała promocje cenowe, aby zmniejszyć stany magazynowe, w 4Q'23 takiej akcji nie przeprowadzono. Tak czy inaczej poziom sprzedaży był rozczarowujący - zauważalnie niższy od rezultatów osiągniętych w dwóch poprzednich kwartałach. Niższe przychody skonsolidowane wynikały przede wszystkim z wyraźnie niższej sprzedaży na rynkach zagranicznych – największe spadki w ujęciu wartościowym wystąpiły w Chile, Demokratycznej Republice Konga, Turkmenistanie, Gwatemali. Z kolei sprzedaż zwiększyła się w Ukrainie i Armenii.

Marża brutto na sprzedaży osiągnięta w 4Q'23 była wyraźnie wyższa r/r, choć nieco poniżej naszych szacunków. W przypadku sprzedaży w Polsce, stanowiącej połowę przychodów grupy kapitałowej, spółce przysłużyło się umocnienie złotego. Przy spadku przychodów, zwiększyły się koszty sprzedaży - do najwyższego poziomu kwartalnego w historii. Z kolei koszty ogólnego zarządu spadły r/r, choć oczekiwaliśmy lekkiego wzrostu. Ogółem SG&A okazały się nieco wyższe od naszych szacunków.

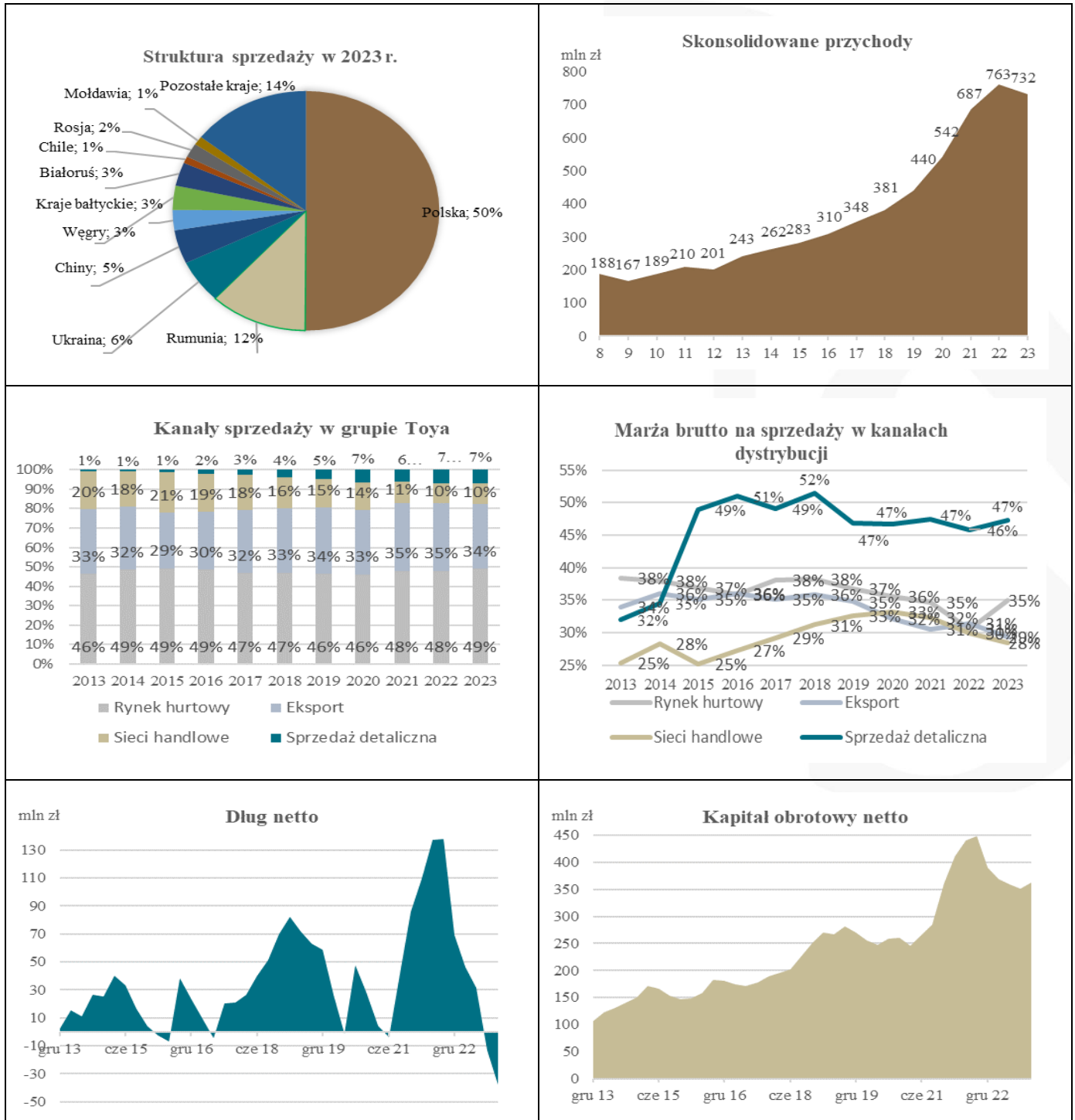
Saldo finansowe było zbliżone do zera - we wrześniu ub. r. spółka spłaciła ostatni kredyt, koszty finansowe są głównie efektem odsetek od leasingu.

Pozytywnym elementem były przepływy z działalności operacyjnej, które w 4Q'23 (+42,0 mln zł) wyraźnie przekroczyły poziom zysku netto powiększonego o amortyzację (+17,1 mln zł). Było to możliwe dzięki spadkowi poziomu zapasów i należności oraz niewielkiemu wzrostowi zobowiązań wobec dostawców. Dzięki temu stan środków pieniężnych na koniec roku zwiększył się do 69,9 mln zł (najwyższy poziom w historii), a gotówka netto (spółki z grupy posiadają jedynie zobowiązania z tytułu leasingu) wzrosła do 38,0 mln zł (z 13,4 mln zł na koniec 3Q'23).

Naszym zdaniem wysoki stan środków pieniężnych powinien skłonić zarząd do przeznaczenia znaczącej części zysku na dywidendę bądź skup akcji. W scenariuszu bazowym zakładamy przeznaczenie połowy zysku na wypłatę dywidendy.

W całym 2023 r. przychody w Polsce (50% udział w skonsolidowanej sprzedaży) zmniejszyły się o 2,3% r/r, a w Rumunii (12% udział w sprzedaży skonsolidowanej) o -1,3% r/r. W Chinach sprzedaż wzrosła o 2,3%. Pozytywnie wyróżniła się Ukraina, gdzie sprzedaż zwiększyła się aż o 18% r/r. Największy spadek sprzedaży w 2023 r. wystąpił w eksporcie: -7,9% r/r. W kanale hurtowym w całym 2023 r. sprzedaż była niższa o 2,7% r/r, w sieciach detalicznych o -0,8% r/r, ale sprzedaż za pośrednictwem internetu wzrosła o 3,0% r/r. W 2023 r. najwyraźniej poprawiła się marża w kanale hurtowym, nieco wyższa była marża w e-commerce, nieznacznie niższe były marże w sprzedaży eksportowej i do sieci handlowych.

### Skonsolidowane przychody, struktura, kanały sprzedaży, marże



Źródło: Toya S.A., opracowanie Noble Securities

### Aktualizacja prognoz wyników finansowych

- W związku z niższym poziomem sprzedaży w 4Q'23 nieznacznie w dół korygujemy prognozy sprzedaży na 2024 i 2025 r. Korekta ta dotyczy rynków pozaeuropejskich. Nadal uważamy, że w najbliższych kwartałach sprzedaż w Polsce i w Europie Środkowo-Wschodniej będzie się systematycznie zwiększać, dzięki stopniowej poprawie nastrojów konsumenckich. Wsparciem dla popytu w Polsce pod koniec bieżącego roku i w 2025 r. powinien być też napływ środków unijnych (w ramach KPO i „Perspektywy 2021 – 2027”), który przekładać się będzie na większą liczbę inwestycji budowlanych.
- Ze względu na nieco większą konkurencję widoczną w ostatnich miesiącach wśród producentów artykułów budowlanych i narzędzi, nieznacznie obniżamy poziom marży brutto na sprzedaży na najbliższe lata – z ok. 33,7% do 33,0%.
- W związku z relatywnie wysokimi kosztami sprzedaży w 4Q'23 oraz wzrostem cen frachtu w ostatnich miesiącach, podwyższamy szacunki kosztów sprzedaży na 2024 i 2025 r.
- Niższe od naszych prognoz koszty ogólnego zarządu w 2H'23 skłaniają nas do obniżenia prognoz tej kategorii kosztów na kolejne lata.
- Ze względu na niskie zadłużenie finansowe (brak wykorzystania kredytów obrotowych przez Toya S.A., kredyt obrotowy jedynie w Yatoo Tools (Shanghai) od końca marca br.) obniżamy szacunki kosztów finansowych w najbliższych latach.
- Zakładamy, że mocny bilans skłoni zarząd do przeznaczania połowy zysku netto na dywidendę w 2024 r. i kolejnych latach.

| Skonsolidowany rachunek zysków i strat  | 2024P<br>obecna | 2024P<br>poprzednia | Zmiana     | 2025P<br>obecna | 2025P<br>poprzednia | Zmiana      | 2026P<br>obecna |
|---|-----------------|---------------------|------------|-----------------|---------------------|-------------|-----------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>           | <b>776,3</b>    | <b>787,3</b>        | <b>-1%</b> | <b>838,4</b>    | <b>851,1</b>        | <b>-1%</b>  | <b>905,5</b>    |
| Zysk brutto na sprzedaży                | 257,7           | 263,7               | -2%        | 276,7           | 289,4               | -4%         | 298,8           |
| Koszty sprzedaży                        | -121,0          | -112,7              | 7%         | -128,0          | -115,0              | 11%         | -137,0          |
| Koszty ogólnego zarządu                 | -45,0           | -48,0               | -6%        | -48,0           | -51,5               | -7%         | -52,0           |
| Pozostałe przychody i koszty operacyjne | 1,0             | 0,0                 | 0%         | 1,0             | 0,0                 | 0%          | 1,0             |
| <b>EBIT</b>                             | <b>92,7</b>     | <b>100,7</b>        | <b>-8%</b> | <b>101,7</b>    | <b>115,9</b>        | <b>-12%</b> | <b>110,8</b>    |
| Koszty i przychody finansowe netto      | -1,0            | -4,0                | -75%       | -1,0            | -3,0                | -67%        | -1,0            |
| Zysk przed opodatkowaniem               | 91,7            | 96,7                | -5%        | 100,7           | 112,9               | -11%        | 109,8           |
| Podatek dochodowy                       | -17,9           | -19,3               | -8%        | -19,6           | -22,6               | -13%        | -21,4           |
| Zysk netto                              | 73,9            | 77,4                | -5%        | 81,1            | 90,3                | -10%        | 88,4            |
| <b>Zysk netto przypis. akcj. j.d.</b>   | <b>73,9</b>     | <b>77,4</b>         | <b>-5%</b> | <b>81,1</b>     | <b>90,3</b>         | <b>-10%</b> | <b>88,4</b>     |
| Amortyzacja                             | 17,2            | 17,0                | 1%         | 18,0            | 18,0                | 0%          | 18,4            |
| EBITDA                                  | 109,9           | 117,7               | -7%        | 119,7           | 133,9               | -11%        | 129,2           |

Źródło: prognozy Noble Securities

Ze względu na niską bazę odniesienia sprzed roku spodziewamy się poprawy wyników r/r w 1Q'24. Prognozujemy 5% wzrost skonsolidowanych przychodów i nieco wyższą r/r marżę brutto na sprzedaży (m.in. efekt mocnego złotego). Brak zadłużenia z tytułu kredytów (jedynie zobowiązania leasingowe) oraz wysoki poziom gotówki na koniec 2023 r. (70 mln zł) powinien przełożyć się na dużo korzystniejsze saldo na działalności finansowej.

| mln zł                                 | 1Q'23       | 1Q'24P      | Zmiana r/r |
|--|-------------|-------------|------------|
| Przychody ze sprzedaży                 | 175,0       | 184,0       | 5%         |
| Zysk brutto na sprzedaży               | 56,9        | 61,3        | 8%         |
| Koszty sprzedaży                       | -28,5       | -30,4       | 7%         |
| Koszty ogólnego zarządu                | -9,4        | -10,3       | 10%        |
| EBITDA                                 | 22,9        | 24,8        | 8%         |
| EBIT                                   | 19,0        | 20,6        | 8%         |
| Saldo finansowe                        | -1,7        | -0,1        | -          |
| <b>Wynik netto akcjonariuszy j. d.</b> | <b>13,6</b> | <b>16,6</b> | <b>22%</b> |
| Marża zysku brutto ze sprzedaży        | 32,5%       | 33,3%       | 1,2%       |
| Marża EBIT                             | 10,9%       | 11,2%       | -0,1%      |
| Marża netto                            | 7,8%        | 9,0%        | 1,4%       |

Źródło: 1Q'23 – Toya, 1Q'24P - prognozy Noble Securities



## Główne czynniki ryzyka

- Ryzyko spowolnienia gospodarczego – w przypadku przedłużenia obecnego spowolnienia gospodarczego bądź wystąpienia recesji można spodziewać się spadku popytu na produkty oferowane przez spółkę, choć zależność popytu na narzędzia i elektronarzędzia od tempa wzrostu gospodarczego jest niższa niż w wielu innych branżach.
- Ryzyko walutowe – spółka za większość nabywanych produktów płaci w juanach, umocnienie tej waluty przekłada się negatywnie na rentowność sprzedaży, negatywny wpływ może też mieć osłabienie złotego względem innych walut – ok. 50% sprzedaży kierowane jest na rynek polski, słaby złoty powoduje konieczność podwyższania cen, co często jest trudne i może przekładać się na spadek sprzedaży.
- Ryzyko istotnego wzrostu cen surowców (stali, miedzi, tworzyw sztucznych) - w średnim terminie powoduje obniżenie marżowości (w długim terminie Toya stara się przenieść rosnące koszty na ceny oferowanych produktów).
- Ryzyko zaostżenia konkurencji – na rynku artykułów przemysłowych działa wiele firm, obecnie uzyskiwane marże są relatywnie wysokie, z czasem konkurencja może się zwiększyć i spowodować spadek zyskowności Toya.
- Ryzyko dalszego wprowadzania marek własnych w sieciach marketów budowlanych – produkty Toya i innych konkurentów mogą być stopniowo wypierane przez marki własne.
- Ryzyko zakłóceń w łańcuchach dostaw – skutkujące brakami towarów i spadkiem sprzedaży.
- Ryzyko wzrostu kosztów transportu – w przypadku szybkiego wzrostu popytu konsumpcyjnego lub toczącej się wojny w rejonie szlaków transportu towarów, stawki frachtu dynamicznie rosną.
- Ryzyko spowolnienia wzrostu sprzedaży w długim terminie – Toya posiada w ofercie mniej elektronarzędzi akumulatorowych niż firmy konkurencyjne, czyli w segmencie rynku charakteryzującym się wysoką dynamiką wzrostu w ostatnich latach.

**Tabele z wynikami finansowymi i prognozami**

| Rachunek zysków i strat (mln zł)             | 2021         | 2022         | 2023         | 2024P        | 2025P        | 2026P        |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>                | <b>686,7</b> | <b>762,6</b> | <b>732,4</b> | <b>776,3</b> | <b>838,4</b> | <b>905,5</b> |
| Zysk brutto na sprzedaży                     | 231,4        | 242,7        | 244,1        | 257,7        | 276,7        | 298,8        |
| Koszty sprzedaży                             | -92,7        | -108,9       | -114,3       | -121,0       | -128,0       | -137,0       |
| Koszty ogólnego zarządu                      | -37,8        | -40,5        | -42,9        | -45,0        | -48,0        | -52,0        |
| Pozostałe przychody i koszty operacyjne      | -2,0         | 4,4          | 2,5          | 1,0          | 1,0          | 1,0          |
| <b>EBIT</b>                                  | <b>98,9</b>  | <b>97,6</b>  | <b>88,8</b>  | <b>92,7</b>  | <b>101,7</b> | <b>110,8</b> |
| Koszty i przychody finansowe netto           | -1,5         | -9,2         | -3,8         | -1,0         | -1,0         | -1,0         |
| Zysk przed opodatkowaniem                    | 97,3         | 88,4         | 85,0         | 91,7         | 100,7        | 109,8        |
| Podatek dochodowy                            | -19,9        | -18,2        | -16,7        | -17,9        | -19,6        | -21,4        |
| Zysk netto                                   | 77,4         | 70,2         | 68,3         | 73,9         | 81,1         | 88,4         |
| <b>Zysk netto przypisany akc. jedn. dom.</b> | <b>77,4</b>  | <b>70,2</b>  | <b>68,3</b>  | <b>73,9</b>  | <b>81,1</b>  | <b>88,4</b>  |
| Amortyzacja                                  | 11,4         | 14,3         | 15,1         | 16,2         | 17,0         | 18,0         |
| <b>EBITDA</b>                                | <b>93,6</b>  | <b>113,2</b> | <b>112,8</b> | <b>112,0</b> | <b>117,4</b> | <b>133,5</b> |

Źródło: Toya S.A., P - prognozy Noble Securities

| Bilans                                  | 2021         | 2022         | 2023         | 2024P        | 2025P        | 2026P        |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Aktywa</b>                           | <b>602,4</b> | <b>590,8</b> | <b>553,4</b> | <b>613,4</b> | <b>661,1</b> | <b>714,0</b> |
| <b>Aktywa trwałe</b>                    | <b>85,5</b>  | <b>104,6</b> | <b>107,9</b> | <b>102,8</b> | <b>99,0</b>  | <b>99,0</b>  |
| Rzeczowe aktywa trwałe                  | 76,3         | 94,4         | 98,3         | 93,3         | 89,5         | 90,5         |
| Wartości niematerialne i wartość firmy  | 4,7          | 5,4          | 5,1          | 4,7          | 4,7          | 4,7          |
| Inne aktywa trwałe                      | 4,5          | 4,8          | 4,6          | 4,8          | 4,8          | 3,8          |
| <b>Aktywa obrotowe</b>                  | <b>516,8</b> | <b>486,2</b> | <b>445,5</b> | <b>510,6</b> | <b>562,1</b> | <b>615,0</b> |
| Zapasy                                  | 369,3        | 341,2        | 287,3        | 333,9        | 369,4        | 398,9        |
| Należności handlowe                     | 108,7        | 105,4        | 88,3         | 102,1        | 114,9        | 124,0        |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty      | 38,9         | 38,8         | 69,9         | 74,7         | 77,9         | 92,0         |
| Inne aktywa obrotowe                    | 0,0          | 0,8          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Pasywa</b>                           | <b>602,4</b> | <b>590,8</b> | <b>553,4</b> | <b>613,4</b> | <b>661,1</b> | <b>714,0</b> |
| <b>Kapitał własny razem</b>             | <b>300,7</b> | <b>370,7</b> | <b>420,0</b> | <b>459,6</b> | <b>503,8</b> | <b>551,7</b> |
| <b>Zobowiązania długookresowe</b>       | <b>29,5</b>  | <b>35,5</b>  | <b>26,6</b>  | <b>24,5</b>  | <b>24,4</b>  | <b>24,3</b>  |
| Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe | 28,5         | 34,4         | 25,5         | 24,5         | 24,4         | 24,3         |
| Inne                                    | 1,1          | 1,1          | 1,1          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Zobowiązania krótkookresowe</b>      | <b>272,2</b> | <b>184,6</b> | <b>106,9</b> | <b>129,3</b> | <b>132,9</b> | <b>138,1</b> |
| Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe | 96,1         | 73,7         | 6,5          | 16,0         | 10,5         | 5,0          |
| Zobowiązania z tytułu dostaw i usług    | 156,1        | 95,6         | 83,4         | 95,2         | 103,1        | 111,4        |
| Inne                                    | 20,0         | 15,2         | 17,0         | 18,2         | 19,4         | 21,7         |
| <b>Dług netto</b>                       | <b>85,7</b>  | <b>69,3</b>  | <b>-38,0</b> | <b>-34,2</b> | <b>-43,0</b> | <b>-62,8</b> |

Źródło: Toya S.A., P - prognozy Noble Securities

| Rachunek przepływów pieniężnych             | 2021         | 2022         | 2023         | 2024P        | 2025P        | 2026P        |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Zysk brutto                                 | 97,3         | 88,4         | 85,0         | 91,7         | 100,7        | 109,8        |
| Amortyzacja                                 | 14,3         | 15,1         | 16,4         | 17,2         | 18,0         | 18,4         |
| Zmiana kapitału obrotowego                  | -106,5       | -29,0        | 58,8         | -48,7        | -40,3        | -30,5        |
| Zapłacony podatek dochodowy                 | -18,3        | -18,2        | -14,5        | -17,9        | -19,6        | -21,4        |
| Inne  | 11,5         | -0,8         | -5,3         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>CF operacyjny</b>                        | <b>-1,5</b>  | <b>55,5</b>  | <b>140,3</b> | <b>42,4</b>  | <b>58,7</b>  | <b>76,3</b>  |
| CAPEX                                       | -28,9        | -21,7        | -11,1        | -11,0        | -12,0        | -15,0        |
| Inne  | 0,1          | 1,0          | 0,6          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>CF inwestycyjny</b>                      | <b>-28,8</b> | <b>-20,7</b> | <b>-10,5</b> | <b>-11,0</b> | <b>-12,0</b> | <b>-15,0</b> |
| Podwyższenie kapitału                       | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Zmiana zadłużenia odsetkowego               | 56,2         | -16,4        | -90,3        | 8,5          | -5,6         | -5,6         |
| Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli    | -21,8        | 0,0          | 0,0          | -34,2        | -36,9        | -40,5        |
| Inne  | -1,6         | -17,3        | -4,7         | -1,0         | -1,0         | -1,0         |
| <b>CF finansowy</b>                         | <b>32,9</b>  | <b>-33,7</b> | <b>-95,1</b> | <b>-26,7</b> | <b>-43,5</b> | <b>-47,1</b> |
| <b>CF</b>                                   | <b>2,5</b>   | <b>1,0</b>   | <b>34,7</b>  | <b>4,7</b>   | <b>3,2</b>   | <b>14,2</b>  |
| Stan środków pieniężnych na początek okresu | 34,0         | 38,9         | 38,8         | 69,9         | 74,7         | 77,9         |
| Stan środków pieniężnych na koniec okresu   | 38,9         | 38,8         | 69,9         | 74,7         | 77,9         | 92,0         |

Źródło: Toya S.A, P - prognozy Noble Securities

| Wybrane wskaźniki         | 2021  | 2022  | 2023  | 2024P | 2025P | 2026P |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS, Adj+ (PLN)           | 1,03  | 0,94  | 0,91  | 0,98  | 1,08  | 1,18  |
| Revenue (mln PLN)         | 686,7 | 762,6 | 732,4 | 776,3 | 838,4 | 905,5 |
| Gross Margin %            | 33,7% | 31,8% | 33,3% | 33,2% | 33,0% | 33,0% |
| EBIT (mln PLN)            | 98,9  | 97,6  | 88,8  | 92,7  | 101,7 | 110,8 |
| EBITDA (mln PLN)          | 113,2 | 112,8 | 105,1 | 109,9 | 119,7 | 129,2 |
| Net Income Adj+ (mln PLN) | 77,4  | 70,2  | 68,3  | 73,9  | 81,1  | 88,4  |
| Net debt (mln PLN)        | 85,7  | 69,3  | -38,0 | -34,2 | -43,0 | -62,8 |
| BPS (PLN)                 | 4,01  | 4,94  | 5,60  | 6,13  | 6,71  | 7,35  |
| DPS (PLN)                 | 0,29  | 0,00  | 0,00  | 0,46  | 0,49  | 0,54  |
| Return on Equity (ROE)    | 29%   | 23%   | 19%   | 18%   | 18%   | 17%   |
| Return on Assets (ROA)    | 16%   | 14%   | 12%   | 12%   | 13%   | 13%   |
| Depreciation (mln PLN)    | 0,0   | 1,0   | 2,0   | 3,0   | 4,0   | 5,0   |
| Amortization (mln PLN)    | 14,3  | 15,1  | 16,4  | 17,2  | 18,0  | 18,4  |
| Free Cash Flow (mln PLN)  | -30,5 | 33,8  | 129,3 | 31,4  | 46,7  | 61,3  |
| CAPEX (mln PLN)           | 28,9  | 21,7  | 11,1  | 11,0  | 12,0  | 15,0  |

Źródło: Obliczenia Noble Securities

**OBIĄśNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W REKOMENDACJI**

**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  
**EPS Adj+** – zysk netto znormalizowany przypadający na 1 akcję  
**BPS** – wartość księgową przypadająca na 1 akcję  
**DPS** – dywidenda przypadająca na 1 akcję  
**Gross Margin %** – procentowa marża zysku brutto na sprzedaży  
**Net income Adj+** – zysk netto znormalizowany  
**Net debt** – zadłużenie finansowe pomniejszone o środki pieniężne  
**Depreciation** – odpisy na aktywa trwałe  
**Amortization** – amortyzacja aktywów trwałych  
**Capex** – wydatki inwestycyjne  
**Free Cash Flow** – przepływy operacyjne pomniejszone o wydatki inwestycyjne  
**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  
**LCOE** – jednostkowy koszt wytwarzania energii elektrycznej (ang. Levelized Cost of Electricity)  
**LTM** – za okres ostatnich 12 miesięcy (ang. Last Twelve Months)

**ZASTZEŻENIA 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 miesięcy, chyba że zostanie wcześniej zaktualizowany. Częstotliwość aktualizacji wynika z terminu publikacji przez Emitenta wyników finansowych za dany okres sprawozdawczy, sytuacji rynkowej lub subiektywnej oceny Analityka.

**SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W 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 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 Rekomendacji należne od NS nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakakolwiek 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, proponowanej 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.

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.

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/1796-bioton-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 Rekomendację: Dariusz Nawrot

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 11.04.2024 o godz. 14:20. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 11.04.2024 o godz. 14:40.

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 dotycząca Toya S. A.**

|                           |            |
|---------------------------|------------|
| Rekomendacja/aktualizacja | n/d        |
| Data wydania              | 07.09.2023 |
| Kurs z dnia rekomendacji  | 6,25       |
| Cena docelowa             | 10,1       |
| WIG w dniu rekomendacji   | 65 932,92  |

## 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)       |
|---------------------|-----------|-------------------|-------------------|--------------|---------------------------|------------------|-------------------|----------------------|
| MCI Capital         | md        | 40,7              | 25,1              | 26,30        | 55%                       | 05.04.2024       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Torpol              | Redukuj   | 35,5              | 38,0              | 35,35        | 0%                        | 19.03.2024       | 9M                | Dariusz Nawrot       |
| Dino Polska         | Akumuluj  | 445,1             | 412,0             | 369,70       | 20%                       | 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             | 116,05       | 66%                       | 05.03.2024       | 9M                | Mateusz Chrzanowski  |
| Torpol              | Trzymaj   | 31,5              | 30,4              | 35,35        | -11%                      | 05.03.2024       | 9M                | Dariusz Nawrot       |
| Celon Pharma        | Kupuj     | 25,5              | 14,9              | 15,22        | 68%                       | 05.03.2024       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Tauron PE           | Redukuj   | 3,1               | 3,6               | 3,10         | -1%                       | 01.03.2024       | 9M                | Michał Sztabler      |
| LPP                 | Kupuj     | 19282,0           | 16000,0           | 14960,00     | 29%                       | 16.02.2024       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Forte               | Akumuluj  | 25,2              | 23,8              | 22,80        | 11%                       | 12.01.2024       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Torpol              | Kupuj     | 28,3              | 23,1              |              |                           | 18.12.2023       | 9M                | Dariusz Nawrot       |
| Amica               | Kupuj     | 109,2             | 80,7              | 71,20        | 53%                       | 12.12.2023       | 9M                | Mateusz Chrzanowski  |
| MCI Capital         | nd        | 40,3              | 23,7              |              |                           | 08.12.2023       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Answear.com         | Trzymaj   | 31,8              | 31,2              | 25,50        | 25%                       | 07.12.2023       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Sonel               | nd        | 12,4              | 11,7              | 14,70        | -16%                      | 05.12.2023       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Ailleron            | Akumuluj  | 22,7              | 19,2              | 15,84        | 43%                       | 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              | 32,56        | -12%                      | 30.11.2023       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Captor Therapeutics | Kupuj     | 137,1             | 86,8              | 69,00        | 99%                       | 29.11.2023       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| MO-BRUK             | Kupuj     | 390,3             | 290,0             | 332,50       | 17%                       | 23.11.2023       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| XTB                 | Kupuj     | 67,7              | 35,0              | 57,00        | 19%                       | 23.11.2023       | 9M                | Mateusz Chrzanowski  |
| Selvita             | Akumuluj  | 72,6              | 60,3              | 68,00        | 7%                        | 22.11.2023       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Aparator            | Akumuluj  | 16,9              | 14,9              | 15,00        | 13%                       | 21.11.2023       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Molecure            | Kupuj     | 23,5              | 17,9              | 16,90        | 39%                       | 20.11.2023       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Aplisens            | nd        | 29,3              | 22,4              | 23,00        | 27%                       | 17.11.2023       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Pepco Group         | Trzymaj   | 19,0              | 19,8              | 17,45        | 9%                        | 15.11.2023       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Ryvu Therapeutics   | Kupuj     | 77,7              | 56,0              | 55,40        | 40%                       | 10.11.2023       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| TIM                 | Sprzedaj  | 40,6              | 47,7              | 50,50        | -20%                      | 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              | 26,70        | 27%                       | 04.10.2023       | 9M                | Mateusz Chrzanowski  |
| InterCars           | Kupuj     | 708,0             | 557,0             | 552,00       | 28%                       | 04.10.2023       | 9M                | Mateusz Chrzanowski  |
| Mabion              | nd        | 23,6              | 17,0              | 16,74        | 41%                       | 02.10.2023       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Wielton             | Kupuj     | 10,2              | 8,4               | 8,25         | 24%                       | 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               | 3,55         | 52%                       | 19.09.2023       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Unibep              | nd        | 12,5              | 10,4              | 10,05        | 24%                       | 15.09.2023       | 9M                | Dariusz Nawrot       |
| Photon Energy       | nd        | 13,9              | 10,8              | 7,52         | 85%                       | 11.09.2023       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Toya                | nd        | 10,1              | 6,3               | 7,34         | 38%                       | 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        |
| Tauron PE           | Kupuj     | 4,2               | 2,8               |              |                           | 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 |
| Aparator            | 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 |

(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

## 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

## DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

**Jacek Paszkowski, CFA**  
[jacek.paszkowski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.paszkowski@noblesecurities.pl)  
tel: +48 22 244 13 02  
mobile: +48 783 934 027

**Piotr Dudziński**  
[piotr.dudzinski@noblesecurities.pl](mailto:piotr.dudzinski@noblesecurities.pl)  
tel: +48 22 244 13 04

