

Research

CEE | Equity Research

 Research Department
research@trigon.pl
www.trigon.pl

Ailleron

Ailleron

Kupuj

Wszystkie opcje są na stole

Aktualizujemy nasz model po wynikach kwartalnych i podnosimy cenę docelową z 27 PLN do 29 PLN. W połowie lutego spółka ogłosiła rozpoczęcie przeglądu opcji strategicznych dotyczących pakietu Software Mind. Na ostatniej konferencji zarząd wskazał, że możliwe są różne opcje odnośnie ewentualnej sprzedaży całości lub części pakietu. Nie wiemy również jaka będzie decyzja akcjonariuszy co do dystrybucji środków uzyskanych z potencjalnej sprzedaży - czy zostaną wypłacone w całości lub części w formie dywidendy, czy zostaną przeznaczone na rozwój biznesu fintechowego. Jednocześnie grupa deklaruje duży potencjał do dalszych akwizycji i sądzimy, że w przypadku nieuzyskania satysfakcjonującej wyceny posiadanego pakietu Ailleron nie będzie pod presją sprzedaży za wszelką cenę.

Wyniki za 4Q24. Przychody osiągnęły rekordowy poziom 165mln PLN, w tym około 32mln PLN stanowiła kontrybucja z ostatniej dużej akwizycji w USA. EBIT w Software Mind poprawił się o 67% r/r, a w całej grupie potroił się do 19mln PLN. Fintech wypracował 4mln PLN zysku wobec 2mln PLN straty przed rokiem. Zysk netto wzrósł z 3mln PLN do 11mln PLN, jednak pozytywny wpływ na tą linię miały różnice kursowe. Szerzej opisujemy wyniki na str. 3.

Sytuacja na rynku globalnym i ewentualna sprzedaż Software Mind. Prognozy największych światowych graczy w sektorze, ogłoszone w lutym, zaskoczyły inwestorów negatywnie. Kursy spółek Epam, Globant i Endava spadły odpowiednio o -11%, -30% i -22% od początku roku, co wskazuje na wolniejsze od oczekiwań odbicie na globalnym rynku profesjonalnych usług IT. Może to wpłynąć na wycenę Software Mind w procesie sprzedaży. Szacując potencjalne wpływy ze sprzedaży zwracamy uwagę na dług netto przypisany do SM w wysokości około 100mln PLN oraz na udziały mniejszości na poziomie samego Software Mind (w 2023 i 2022 roku zysk udziałów mniejszości w SM wynosił po 4mln PLN). Powyższe korekty pomniejszają wartość equity należącą do Ailleron (50% kapitałów SM). Istotnym aspektem dla akcjonariuszy jest także potencjalny podatek od zysku ze sprzedaży Software Mind. W bilansie Ailleron S.A. udziały SM są wycenione na 31mln PLN, wobec blisko 300mln PLN przypisywanej do tych udziałów wartości bazując na obecnej giełdowej wycenie grupy. Zakładając, że wartość podatkowa jest zbliżona do bilansowej, ewentualny podatek do zapłacenia wynosiłby prawie 5 PLN na akcję Ailleronu. Liczymy jednak na możliwość skorzystania przez spółkę z ulgi holdingowej, podobnie jak miało to miejsce w przypadku sprzedaży spółek zależnych przez Fabrity, które odzyskało wcześniej odprowadzony podatek.

Podsumowanie konferencji po wynikach. Rok 2025 ma być lepszy od poprzedniego dla grupy, a w Fintech zakładane jest osiągnięcie dodatniej rentowności operacyjnej. Zarząd podkreślił także duże możliwości w zakresie przejęć. Pomimo zadłużenia netto zbliżonego do rocznego wyniku EBITDA, grupa posiada możliwości finansowe na akwizycje rzędu 300 mln PLN. Pełne podsumowanie znajduje się na stronie 4.

Wycena i prognozy. Naszą cenę docelową 29 PLN (poprzednio 27 PLN) opieramy na modelu DCF, w którym wycena wzrosła o 5% w stosunku do poprzednich szacunków. Wycena porównawcza do grupy podmiotów zagranicznych wskazuje wartość na akcję 44 PLN, w tym 39 PLN bazując na wskaźniku P/E. Mimo spadku kursów podmiotów z grupy porównawczej Ailleron nadal jest wyceniany ze znaczącym dyskontem. Podnieśliśmy nasze prognozy przychodów i zysku netto na 2025 rok o 4%, m.in. w wyniku uwzględnienia wyników nabytej w grudniu spółki Core3. Wskaźnik P/E dla zaktualizowanych prognoz na lata 2025-2026 pozostaje naszym zdaniem atrakcyjny na poziomach odpowiednio 11,6x i 9,5x.

mIn PLN	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	410	453	560	652	726	782
EBITDA	61	50	84	104	117	125
EBIT	48	36	69	87	99	107
Zysk netto	13	4	24	27	32	36
EPS (PLN)	1.07	0.29	1.95	2.15	2.63	2.95
P/E (x)	23.3	87.5	12.8	11.6	9.5	8.5
EV/EBITDA (x)	11.0	14.4	9.3	7.4	6.3	5.6
P/BV (x)	4.6	3.7	3.0	2.5	2.1	1.8
DY (%)	1.3%	4.0%	0.0%	2.0%	2.0%	4.0%

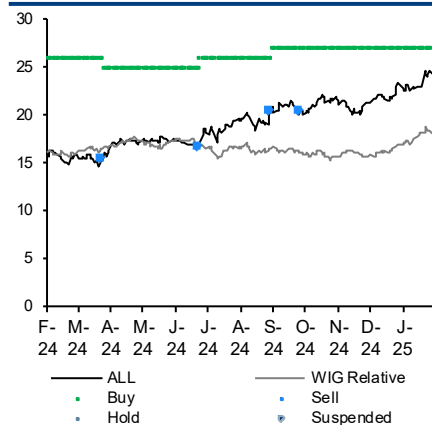
Źródło: dane spółki, Trigon DM

Cena docelowa: 29 PLN
Potencjał wzrostu: +16%

FACT SHEET

Ticker	ALL
Sector	IT
Price (PLN)	25.0
52wk Range (PLN)	14 / 22
Number of shares (m)	12.4
Market Cap (mPLN)	309
Free-float	40%
Avg Vol 3M (mPLN)	0.2
Price performance	1M 3M 1Y
	5.5% 20.0% 3.8%

RELATIVE SHARE PRICE PERFORMANCE



RECOMMENDATIONS

	DATE	TP
Buy	12.10.2024	27
Buy	22.10.2024	27
Buy	25.09.2024	27
Buy	19.07.2024	26
Buy	19.04.2024	25
Buy	11.12.2023	26

SHAREHOLDERS

	Stake %
Rafał Styczeń	23.9%
Dariusz Orłowski	23.3%
Esaliens TFI	7.3%
Grzegorz Młynarczyk	5.7%

INVESTOR CALENDAR

4Q'24 Earnings	26.02.2025
1Q'25 Earnings	28.05.2025
2Q'25 Earnings	29.09.2025

ANALYST

Dominik Niszczyk dominik.niszczyk@trigon.pl

Ailleron

Bloomberg ticker

ALL PW

Rekomendacja

Buy

Cena docelowa (PLN)

29.0

Kurs (PLN)

25

Potencjał wzrostu

16%

Poprzednia rekomendacja

Buy

Poprzednia cena docelowa (PLN)

27.0

Liczba akcji (mln)

12.4

Kapitalizacja (mln PLN)

309

EV (mln PLN)

825

Dominik Niszczyński

dominik.niszczy@trigon.pl

T: +48 (22) 4338-390

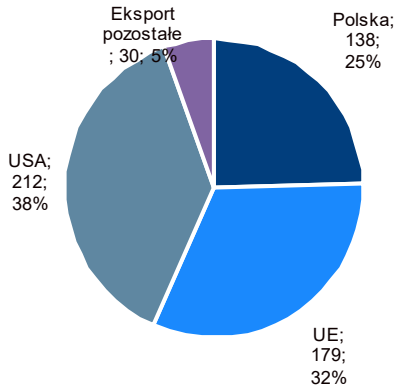
Wskaźniki rynkowe

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
P/E (x)	87.5	12.8	11.6	9.5	8.5
P/E skor. (x)	19.3	12.1	11.6	9.5	8.5
P/BV (x)	3.7	3.0	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA (x)	14.1	9.9	7.7	6.3	5.5
EV/EBITDA skor. (x)	14.1	9.9	7.7	6.3	5.5
EV/Sprzedaż (x)	1.6	1.5	1.2	1.0	0.9
FCF Yield (%)	4.9%	7.0%	6.2%	8.1%	10.2%
DY (%)	4.0%	0.0%	2.0%	2.0%	4.0%

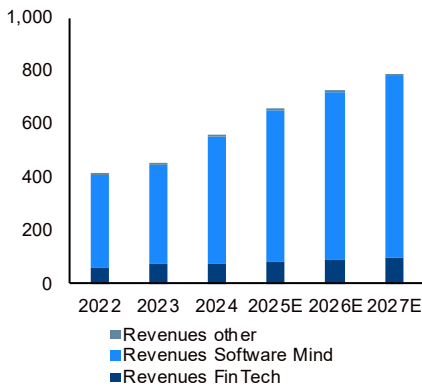
Wskaźniki finansowe

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS (PLN)	0.3	1.9	2.2	2.6	3.0
EPS skor. (PLN)	1.3	2.1	2.2	2.6	3.0
DPS (PLN)	1.0	0.0	0.5	0.5	1.0
BVPS (PLN)	6.8	8.4	10.0	12.2	14.1
Liczba akcji (mln)	12.4	12.4	12.4	12.4	12.4
Kapitalizacja (mln PLN)	309	309	309	309	309
EV (mln PLN)	706	825	798	744	687

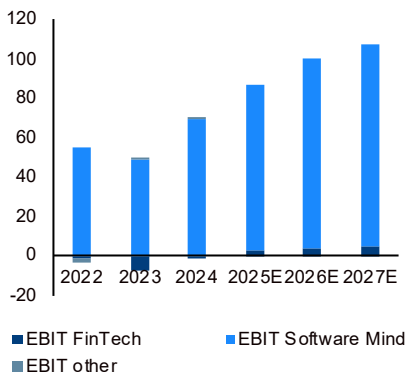
Struktura przychodów w 2024 roku (mln PLN)



Przychody w podziale na segmenty



EBIT w podziale na segmenty



Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	453.1	559.7	651.5	726.1	782.1
COGS	-341.5	-403.2	-461.6	-511.5	-551.6
Gross profit from sales	111.7	156.6	189.9	214.5	230.6
EBITDA	50.1	83.7	103.8	117.2	125.3
EBITDA skor.	50.1	83.7	103.8	117.2	125.3
Amortyzacja	-14.5	-15.2	-17.1	-17.7	-18.6
EBIT	35.6	68.5	86.7	99.5	106.6
Zysk brutto	31.8	67.1	73.6	88.1	98.2
Zysk mniejszości	-17.4	-31.5	-33.0	-38.9	-43.1
Zysk netto	3.5	24.1	26.6	32.5	36.5
Zysk netto skor.	16.0	25.5	26.6	32.5	36.5

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przebiegi z działalności operacyjnej	55.2	77.5	67.9	80.6	91.8
Przebiegi z działalności inwestycyjnej	-19.8	-193.5	-27.6	-12.9	-14.4
CAPEX	-12.1	-12.5	-11.0	-12.9	-14.4
Przebiegi z działalności finansowej	-11.9	106.4	-32.9	-32.3	-38.3
Dywidenda	-12.4	0.0	-6.2	-6.2	-12.4
Leasing	-8.8	-7.3	-7.4	-7.4	-7.6
FCF	34.3	57.7	49.5	60.2	69.8
Przebiegi pieniężne netto	23.5	-9.6	7.4	35.4	39.1

Bilans (mln PLN)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Aktywa	435.7	622.8	664.6	716.0	768.6
Rzeczowe aktywa trwałe	43.2	41.6	42.3	43.7	45.6
Wartość firmy	145.4	325.6	342.2	342.2	342.2
Wartości niematerialne i prawne	34.6	33.7	34.3	35.5	37.0
Gotówka	112.9	103.4	110.8	146.1	185.2
Pasywa	435.7	622.8	664.6	716.0	768.6
Kapitał własny	84.1	103.6	124.0	150.3	174.4
Kapitały mniejszości	125.4	159.0	192.1	231.0	274.1
Zobowiązania oprocentowane	119.4	229.2	209.8	191.1	172.8
Dług netto skor.	6.4	125.7	98.9	44.9	-12.5
Kapitał obrotowy netto	56.3	65.9	74.7	83.2	89.7

Wskaźniki operacyjne

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
wzrost sprzedaży (%)	10%	24%	16%	11%	8%
wzrost EPS skor. (%)	-10%	59%	4%	22%	12%
marża brutto na sprzedaży (%)	24.6%	28.0%	29.2%	29.5%	29.5%
marża EBITDA skor. (%)	11.0%	15.0%	15.9%	16.1%	16.0%
marża EBIT (%)	7.9%	12.2%	13.3%	13.7%	13.6%
marża netto skor. (%)	3.5%	4.6%	4.1%	4.5%	4.7%
ROE (%)	21.2%	27.2%	23.3%	23.7%	22.5%
ROA (%)	3.7%	4.8%	4.1%	4.7%	4.9%
CAPEX/Sprzedaż (%)	2.7%	2.2%	1.7%	1.8%	1.8%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0.8	0.8	0.6	0.7	0.8
Dług netto/kapitał własny (x)	0.1	1.2	0.8	0.3	-0.1
Dług netto/EBITDA (x)	0.1	1.5	1.0	0.4	-0.1
Mniejszości minus akt. nieop. (wart. rynkowa)	390	390	390	390	390
Cykl konwersji gotówki (dni)	103	87	92	94	96
Cykl rotacji zapasów (dni)	-1	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	73	59	61	62	63
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	-32	-28	-31	-32	-33

Zródło: Spółka, Trigon DM

Wyniki za 4Q24

mln PLN	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	Y/Y	Q/Q	4Q24E	Kons.
Przychody	126.2	106.7	142.8	145.5	164.7	31%	13%	159.0	162.0
Przychody FinTech	24.1	16.0	16.5	17.6	28.8	20%	64%	25.7	
Przychody Software Mind	101.4	90.2	125.6	127.4	135.3	33%	6%	132.3	
Przychody pozostałe	0.8	0.5	0.7	0.6	0.6	-26%	1%	1.0	
Koszty op. FinTech	26.4	18.6	17.1	20.4	24.6	-7%	21%	22.0	
Koszty op. Software Mind	92.4	77.5	104.8	106.2	120.4	30%	13%	113.8	
EBITDA	10.1	13.8	24.1	22.8	22.9	126%	0%	25.8	25.6
EBIT	6.0	10.2	20.0	19.1	19.2	219%	1%	21.8	21.6
EBIT FinTech	-2.3	-2.6	-0.6	-2.8	4.2	-	-	3.7	
EBIT Software Mind	8.9	12.7	20.8	21.2	14.9	67%	-30%	18.5	
EBIT pozostałe	-0.6	0.2	-0.3	0.7	0.1	-	-86%	-0.5	
Zysk netto	2.8	1.6	7.8	3.8	10.9	288%	188%	8.4	9.3
P/E 12M trailing	87.1	135.4	37.3	19.3	12.8				
zmiana przychodów r./r.	2%	-3%	23%	27%	31%				
marża EBITDA	8%	13%	17%	16%	14%				
marża EBIT	5%	10%	14%	13%	12%				
marża netto	2%	1%	5%	3%	7%				

Źródło: dane spółki, Trigon DM

#Software Mind

- Dynamika sprzedaży wsparta konsolidacją number8 (łącznie w 2-4Q24 98mln PLN dodatkowych przychodów, w tym 32mln PLN w 4Q24);
- Bez efektu akwizycji number8 przychody w Software Mind +2% r/r (w tabeli powyżej jako bazę z 4Q23 przyjęliśmy pierwotnie podane wartości w raporcie kwartalnym, później w audytowanym raporcie spółka skorygowała wartość przychodów za cały rok w dół, ale nie wiemy jaka część korekty powinna być przypisana do poszczególnych kwartałów roku 2023);
- Sezonowo niższa marża operacyjna z uwagi na księgowanie rezerw, mocny PLN;

#FinTech

- Wzrost przychodów o 20% r/r, zysk operacyjny 4mln PLN;

#Pozostałe, przychody finansowe

- Sprzedaż eksportowa w 2024 roku wyniosła 428mln PLN z 560mln PLN przychodów grupy;
- Wynik netto pod wpływem dodatnich różnic kursowych (wpływ na saldo przychodów i kosztów finansowych przed podatkiem i udziałem mniejszości wyniósł około 10mln PLN w ostatnim kwartale, a więc niskie kilka mln PLN na zysk netto jedn. dominującej);

Komentarz. #Software Mind. Wynik operacyjny w Software Mind był nieco niższy od naszych prognoz, co przypisujemy m.in. większym rezerwom na premie tradycyjnie księgowanym w ostatnim kwartale roku. Jednocześnie po 3 kwartałach organicznego spadku przychodów (w PLN) w 4Q24 zauważalne było nieznacznie odbicie do +2% r/r, oraz o kilka p.p. mocniej w lokalnych walutach. **#FinTech.** Jeśli chodzi o segment finansowy, to na uwagę zasługuje znacząca poprawa wyniku operacyjnego, spółka przebiła o kilkanaście procent nasze oczekiwania, jednak nie udało się jeszcze wyjść na plus w całym roku, a kolejne 3 kwartały będą prawdopodobnie słabsze zgodnie z sezonowością wyniku. **#Pozostałe.** Zwracamy uwagę na kwotę zapłaty za udziały Core3 w grudniu w wysokości 26mln PLN (wcześniej spółka nie komunikowała kwoty transakcji). Po uwzględnieniu gotówki w przejmowanym podmiocie zapłacona kwota wyniosła prawdopodobnie około 23mln PLN (bazując na pozycji nabycia jednostek zależnych w sprawozdaniu z przepływów pieniężnych z 3Q24 i 4Q24).

Zmiana prognoz

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	28.7	100%	27.3	100%	5.1%
Wycena porównawcza	44.4	0%	46.7	0%	-4.9%

Zmiany prognoz mln PLN	2025E			2026E			2027E		
	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	652	628	4%	726	700	4%	782	-	-
EBITDA	104	106	-2%	117	119	-2%	125	-	-
EBIT	87	85	2%	99	99	1%	107	-	-
Zysk netto	27	26	4%	32	31	4%	36	-	-

Podsumowanie konferencji po wynikach za 4Q24

#Software Mind

- Nadal duży potencjał akwizycyjny w grupie, apetyt i możliwości zaangażowania grupy do 300mln PLN;
- 88% przychodów pochodzi z eksportu, przychody w obcych walutach w 2024 roku 55mln USD, 47mln EUR;
- Największa ekspozycja geograficzna na USA + Kanada (52%), UK (21%), CEE i południowa Europa (9%), rynki nordyckie 6%, DACH 6%, Benelux 4%;
- Liczba pracowników SM 1602 osób na koniec roku 2024, wzrost z 1182 w 2023;
- Poziom długu w Software Mind około 175mln PLN, zadłużenie netto około 75mln PLN;

#FinTech

- Marża brutto w Fintechu 41%, wyższa niż w Technology Services;
- Celem Fintechu bardziej zdecydowane wyjście zagranicę, z obecnych 10% przychodów w kierunku połowy sprzedaży;
- Kontynuowana jest współpraca z Bankiem Pekao w zakresie projektu platformy internetowej;
- Wolniej niż zakładane jest tempo transformacji banków, projekty leasingowe przesunęły się na rok 2025;
- Rośnie udział rozliczeń time & material, co w pewnym stopniu może wypłaszczać sezonowość wyników Fintechu w ciągu roku;
- Poza tradycyjnymi obszarami bankowości i leasingu spółka otwiera się na usługi dla segmentu ubezpieczeń i rynku kapitałowego;
- Plan osiągnięcia dodatniej rentowności operacyjnej w tym roku;

#Finanse, FX

- Spółka patrzy optymistycznie na rok 2025, powinien być lepszy niż 2024;
- W roku 2024 negatywny wpływ na przychody z tytułu osłabienia USD do PLN w 2024 vs 2023 w wysokości 10,9mln PLN, a z tytułu osłabienia EUR do PLN ujemny wpływ 10,5mln PLN;
- Zarząd będzie rekomendował wypłatę dywidendy za rok 2024;
- Cele śródkresowe programu motywacyjnego za rok 2024 (26,18 PLN kursu akcji, 2,35 EPS) nie zostały osiągnięte;

#Przegląd opcji strategicznych

- Zarząd nie komentuje procesu przeglądu opcji odnośnie czasu rozstrzygnięcia procesu, oczekiwanych mnożników czy przeznaczenia ewentualnych środków ze sprzedaży;
- Wszystkie opcje są obecnie na stole (w odpowiedzi na pytanie czy spółka rozważa sprzedaż całość udziałów w SM, czy pozostanie akcjonariuszem mniejszościowym);

Wycena DCF

Założenia wyceny DCF:

- 1) Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,50% w okresie szczegółowej prognozy, bazująca na 10-letnich obligacjach, oraz 5,0% w TV
- 2) Premia rynkowa 6,5% (zgodnie z naszą metodologią dla mniejszych spółek z sWIG80);
- 3) Beta nielewarowana 1,0x, rezydualna stopa wzrostu 2,5%, o 2,5p.p. poniżej stopy wolnej od ryzyka w TV;
- 4) Program motywacyjny ujęty w przepływach w DCF.

ALL: wycena DCF

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	TV
Przychody	651.5	726.1	782.1	834.3	882.2	917.4	952.9	981.5	1,010.9	
EBITDA	103.8	117.2	125.3	132.3	138.4	143.5	149.4	154.3	159.0	
EBIT	86.7	99.5	106.6	112.5	117.6	121.5	126.3	130.1	134.0	
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	20%	
NOPLAT	70.2	80.6	86.4	91.1	95.3	98.4	102.3	105.4	107.5	
Amortyzacja	17.1	17.7	18.6	19.8	20.8	22.0	23.1	24.2	25.0	
Nakłady inwestycyjne	-11.0	-12.9	-14.4	-15.4	-16.5	-17.3	-18.2	-19.1	-19.7	
Lease capex	-7.4	-7.4	-7.6	-7.7	-7.9	-8.1	-8.2	-8.4	-8.6	
Zmiana kapitału obrotowego	-8.8	-8.5	-6.4	-6.0	-5.5	-4.0	-4.1	-3.3	-3.3	
Przejęcia, inne korekty	-16.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
FCF	43.6	69.4	76.6	81.8	86.2	91.0	94.9	98.9	100.8	1,147.9
WACC (%)	11.7%	11.9%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	11.5%
Suma PV FCF	424									
Stopa wzrostu FCF TV	2.5%									
Zdyskontowana TV	423									
Dług netto, mniejszości, inne kor. (bop)	529									
Wartość KW (mln PLN)*	317									
Wyplacona dywidenda	0.0									
Liczba akcji (mln)	12.4									
Wartość 1 akcji (PLN)	25.7									
Cena docelowa za 12M	28.7									

	9.5%	10.5%	11.5%	12.5%	13.5%
1.5%	30.7	28.5	26.7	25.3	24.0
2.0%	32.2	29.6	27.6	26.0	24.7
g 2.5%	33.8	30.9	28.7	26.9	25.4
3.0%	35.7	32.4	29.8	27.8	26.2
3.5%	38.0	34.1	31.1	28.9	27.0

Źródło: Trigon DM

Wycena porównawcza

ALL: Wycena porównawcza

Spółka	MC [m EUR]	EV/EBITDA			P/E skor.		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
GLOBANT SA	6,275	12.7	11.0	9.1	21.4	18.4	15.6
ENDAVA PLC- SPON ADR	1,467	10.8	9.1	7.3	16.9	13.7	11.2
EPAM SYSTEMS INC	11,315	12.7	11.1	9.8	19.5	16.8	14.7
GRID DYNAMICS HOLDINGS INC	1,684	22.1	17.2	12.9	50.4	40.1	28.9
CAPGEMINI SE	28,015	8.9	8.4	7.9	14.0	13.0	11.9
COGNIZANT TECH SOLUTIONS-A	40,097	10.8	10.2	9.3	17.0	15.8	14.6
KAINOS GROUP PLC	1,137	12.7	11.8	10.3	19.2	18.3	15.8
NAGARRO SE	1,192	9.0	8.1	7.8	16.0	13.7	12.0
INNOFACTOR OYJ	61	6.8	6.1	6.1	12.1	10.0	-
IT LINK SA	43	5.5	5.2	-	9.3	8.5	-
Mediana: spółki zagraniczne		10.8	9.7	9.1	17.0	14.7	14.6
AILLERON		7.7	6.3	5.5	11.6	9.5	8.5
Wycena na akcję		48.9	50.0	50.5	36.5	38.7	43.2
Średnia wycena dla poszczególnych wskaźników		49.8			39.5		
Źródło: Bloomberg, Trigon DM		średnia wycena		44.6			

Czynniki ryzyka

1) Ryzyko związane ze zwiększoną konkurencją na rynku software house'ów, 2) Ryzyko utraty klientów, 3) Ryzyko utraty kluczowych pracowników, 4) Ryzyko nieudanych przejęć, 5) Ryzyko niedotrzymania terminów płatności przez klientów, 6) Ryzyko roszczeń od Pekao w związku z wypowiedzeniem umowy, 7) Ryzyko walutowe (w szczególności umocnienie PLN do USD i EUR).

Rachunek zysków i strat (PLNm)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	410	453	560	652	726	782
Przychody FinTech	64	74	79	85	92	98
Przychody Software Mind	344	377	478	564	632	682
Przychody pozostałe	5	3	2	2	2	2
EBIT FinTech	-1	-7	-2	3	4	4
EBIT Software Mind	56	49	70	85	96	103
EBIT pozostałe	-2	0	0	0	0	0
EBITDA	61	50	84	104	117	125
EBITDA skor.	61	50	84	104	117	125
Amortyzacja	-13	-14	-15	-17	-18	-19
EBIT	48	36	69	87	99	107
Wynik na działalności finansowej	0	-4	-1	-13	-11	-8
Zysk brutto	48	32	67	74	88	98
Podatek dochodowy	-9	-11	-12	-14	-17	-19
Zysk mniejszości	-25	-17	-31	-33	-39	-43
Zysk netto	13	4	24	27	32	36
Zysk netto skor.	18	16	26	27	32	36
marża brutto ze sprzedaży						
marża EBITDA	14.9%	11.0%	15.0%	15.9%	16.1%	16.0%
marża EBITDA skor.	14.9%	11.0%	15.0%	15.9%	16.1%	16.0%
marża EBIT	11.7%	7.9%	12.2%	13.3%	13.7%	13.6%
marża netto skor.	4.3%	3.5%	4.6%	4.1%	4.5%	4.7%
zmiana przychodów r./r.	93%	10%	24%	16%	11%	8%
zmiana wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	64%	-3%	40%	21%	13%	7%
zmiana EBITDA skor. r./r.	71%	-18%	67%	24%	13%	7%
zmiana EBIT r./r.	76%	-26%	92%	27%	15%	7%
zmiana zysku netto skor. r./r.	139%	-10%	59%	4%	22%	12%

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
Przychody	114.4	126.2	106.7	143	146	165
Przychody FinTech	19.9	24.1	16.0	17	18	29
Przychody Software Mind	94.1	101.4	90.2	126	127	135
Przychody pozostałe	0.4	0.8	0.5	1	1	1
EBIT FinTech	-1.4	-2.3	-2.6	-1	-3	4
EBIT Software Mind	11.9	8.9	12.7	21	21	15
EBIT pozostałe	-2.6	-0.6	0.2	0	1	0
EBITDA	10.7	10.1	13.8	24	23	23
EBITDA skor.	10.7	10.1	13.8	24	23	23
Amortyzacja	-2.8	-4.1	-3.6	-4	-4	-4
EBIT	7.9	6.0	10.2	20	19	19
Wynik na działalności finansowej	-7.7	4.8	-0.1	-2	-7	8
Zysk brutto	0.2	10.8	10.1	18	12	27
Podatek dochodowy	-1.9	-3.5	-2.7	-1	-3	-6
Zysk mniejszości	-2.3	-4.4	-5.9	-9	-6	-10
Zysk netto	-3.9	2.8	1.6	8	4	11
Zysk netto skor.	1.9	4.5	2.7	8	4	11
marża EBITDA skor.	9.3%	8.0%	13.0%	16.9%	15.7%	13.9%
marża EBIT	6.9%	4.8%	9.6%	14.0%	13.1%	11.7%
marża netto skor.	1.7%	3.6%	2.5%	5.6%	2.6%	6.7%
zmiana przychodów r./r.	0	0	0	0	0	0
zmiana przychodów r./r.	2.4%	2.3%	-3.5%	23%	27%	31%
zmiana EBITDA skor. r./r.	-43.2%	-49.3%	-11.2%	77%	114%	126%
zmiana EBIT r./r.	-49.3%	-62.9%	-14.4%	104%	143%	219%
zmiana zysku netto skor. r./r.	-69.3%	-46.8%	-4.3%	19%	100%	143%

Źródło: Spółka, Trigon DM

Bilans (mln PLN)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Aktywa trwałe	210	226	405	423	425	429
Rzeczowe aktywa trwałe	28	43	42	42	44	46
Wartości niematerialne i prawne	29	35	34	34	35	37
Wartość firmy	150	145	326	342	342	342
Należności długoterminowe	0	0	0	0	0	0
Inwestycje długoterminowe	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	3	3	4	4	4	4
Aktywa obrotowe	209	209	218	242	291	340
Zapasy	1	1	0	0	0	0
Należności handlowe	99	82	101	117	131	141
Pozostałe	89	113	103	111	146	185
Gotówka	21	14	14	14	14	14
Aktywa	419	436	623	665	716	769
Kapitał własny	67	84	104	124	150	174
Kapitał zakładowy	42	42	42	42	42	42
Pozostałe	12	38	37	55	76	96
Zysk (strata) netto	13	4	24	27	32	36
Kapitały mniejszości	115	125	159	192	231	274
Zobowiązania długoterminowe	159	134	247	227	209	190
Zobowiązania oprocentowane	84	87	192	173	154	136
Pozostałe	76	48	55	55	55	55
Zobowiązania krótkoterminowe	77	92	113	121	126	130
Zobowiązania oprocentowane	15	33	37	37	37	37
Zobowiązania handlowe	33	26	35	43	48	52
Pozostałe	29	33	41	41	41	41
Pasywa	419	436	623	665	716	769
Kapitał obrotowy netto	66	56	66	75	83	90
Dług netto	9	6	126	99	45	-13
Dług netto skor.	7	20	80	66	36	5
Dług netto/EBITDA (x)	0.1	0.1	1.5	1.0	0.4	-0.1
Dług netto/kapitał własny (x)	0.1	0.1	1.2	0.8	0.3	-0.1
ROE (%)	18%	21%	27%	23%	24%	22%
ROA (%)	5%	4%	5%	4%	5%	5%
Cykl konwersji gotówki (dni)	103	103	87	92	94	96
Cykl rotacji zapasów (dni)	-1	-1	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	72	73	59	61	62	63
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	-32	-32	-28	-31	-32	-33

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przepływy z działalności operacyjnej	46	55	78	68	81	92
Zysk (strata) netto	13	4	24	27	32	36
Amortyzacja	13	14	15	17	18	19
Zmiany w kapitale obrotowym	-21	10	-10	-9	-9	-6
Zmiana zapasów	0	0	0	0	0	0
Zmiana należności handlowych	-36	17	-19	-17	-13	-10
Zmiana zobowiązań handlowych	14	-7	9	8	5	4
Pozostałe	41	27	48	33	39	43
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-127	-20	-194	-28	-13	-14
CAPEX	-27	-12	-12	-11	-13	-14
Pozostałe	-100	-8	-181	-17	0	0
Przepływy z działalności finansowej	59	-12	106	-33	-32	-38
Zmiana zobowiązań oprocentowanych	69	15	116	-19	-19	-18
Wpływy z emisji akcji	0	0	0	0	0	1
Dywidenda	-4	-12	0	-6	-6	-12
Pozostałe	-6	-14	-9	-7	-7	-9
Przepływy pieniężne netto	-22	24	-10	7	35	39
Środki pieniężne na początek okresu	111	89	113	103	111	146
Środki pieniężne na koniec okresu	89	113	103	111	146	185

Źródło: Spółka, Trigon DM

Trigon Dom Maklerski S.A.

Plac Unii, Budynek B, ul. Puławska 2, 02-566 Warszawa

T: +48 22 330 11 11 | F: +48 22 330 11 12

W: <http://www.trigon.pl> | E: repcja@trigon.pl



**NAGRŃDY
PSIK**
2023

CEE EQUITY RESEARCH

Grzegorz Kujawski, Head of Research
Consumer, E-commerce, Financials

Maciej Marcinowski, Deputy Head of Research
Strategy, Banks, Financials

Grzegorz Balcerski
Gaming

Katarzyna Kosiorek
Biotechnology

Michał Kozak
Oil&Gas, Chemicals, Utilities

Dominik Niszc
TMT, E-commerce

Łukasz Rudnik
Industrials, Metals&Mining

David Sharma
Construction, Real Estate

Piotr Rychlicki
Junior Analyst

Piotr Chodyra
Junior Analyst

Volodymyr Shkuropat
Junior Analyst

EQUITY SALES

Grzegorz Skowroński

SALES TRADING

Paweł Szczepański, Head of Sales

Michał Sopiński, Deputy Head of Sales

Paweł Czupryński

Hubert Kwiecień

Disclaimer

Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”) odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. („GPW”), na podstawie Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych („Umowa”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektyw Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE („Rozporządzenie MAR”), oraz w Rozporządzeniu 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 „Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”).

Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki
free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie głosów z akcji, pomniejszony o akcje własne należące do spółki
min/max 52 tyg. – minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni
średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację
zysk skorygowany – zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym
CF – cash flow, przepływy pieniężne
CAPEX – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe
OCF – środki pieniężne wygenerowane poprzez operacyjną działalność przedsiębiorstwa
FCF – gotówka wygenerowana przez przedsiębiorstwo po uwzględnieniu wpływów na wsparcie działalności oraz utrzymanie kapitałów
ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROIC - zwrot na zainwestowanym kapitale
NWC – kapitał obrotowy netto

Cykl konwersji gotówki – okres od momentu wydatkowania środków pieniężnych za zakup czynników produkcji do momentu uzyskania przychodów pieniężnych ze sprzedaży wyrobów lub usług wyprodukowanych.

Marża Brutto na Sprzedaży (MBnS) - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki

EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki

DY – stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji

RFR - stopa wolna od ryzyka

WACC - średni ważony koszt kapitału

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – AILLERON S.A.

KUPLUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 15%

TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 15%

SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.

Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.

Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.

Dokument sporządził: Dominik Niszcz

Stosowane metody wyceny

Metoda DCF (Discounted Cash Flow) wycenia przedsiębiorstwo poprzez szacowanie jego przyszłych przepływów pieniężnych i dyskontowanie ich do wartości bieżącej.

- zalety: skoncentrowana na przyszłości, elastyczność co do założeń modelowych, odzwierciedla rzeczywistą wartość przedsiębiorstwa, powszechnie akceptowana.

- wady: wrażliwość na założenia, złożoność, subiektywność, nie uwzględnia sentymentu rynkowego ani krótkoterminowych fluktuacji.

Metoda porównawcza polega na zestawieniu podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych.

- zalety: prostota, transparentność, zapewnienia benchmark wyceny, odzwierciedla aktualne wyceny rynkowe i sentyment inwestorów.

- wady: brak specyfiki, ograniczone porównanie, wrażliwość na wahania rynkowe, pomijanie różnic fundamentalnych.

SOTP - metoda sumy części wyceny wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki.

zalety: możliwość zastosowania różnych metod wyceny do różnych linii biznesowych, przydatna do oceny wartości firmy np. w scenariuszu przejścia lub restrukturyzacji.

wady: często niewielka liczba spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych, metoda nie uwzględnia synergii między poszczególnymi segmentami.

rNPV (risk-adjusted net present value) - metoda wyceny ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto

zalety: uwzględnienie prawdopodobieństw zaistnienia przyszłych przepływów, urealnienie bieżącej wartości przyszłych przepływów oraz odzwierciedlenie specyfiki biznesu, szczególnie dla spółek innowacyjnych.

wady: subiektywizm przy przyjmowaniu stopy dyskonta, duża ilość założeń, wysoki poziom skomplikowania obliczeń oraz pominięcie czynników jakościowych w wycenie.

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych (ZZR)

zalety: oparcie wyceny na nadwyżce zysku nad skorygowanym o ryzyko kosztem alternatywnym dla właścicieli kapitału, może być wykorzystywana w przypadku firm, które nie wypłacają dywidend lub nie generują dodatnich wolnych przepływów pieniężnych

wady: ilość subiektywnych parametrów i założeń, a także wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM)

zalety: uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego, model ten najlepiej sprawdza się w przypadku spółek z długą historią dywidend

wady: ograniczony tylko do spółek płacących dywidendę, nie jest odpowiedni dla spółek krótką historią dywidend

Metoda wartości aktywów netto (NAV)

zalety: przydatność dla spółek holdingowych o stosunkowo dużych wartościach rzeczowych aktywów trwałych, stosunkowa łatwość przeprowadzenia wyceny

wady: podejście nie uwzględnia wzrostu przychodów lub zysków netto i może nie wyceniać prawidłowo wartości aktywów niematerialnych i prawnych

Mnożnik docelowy

zalety: możliwość zastosowania jej do dowolnej spółki

wady: metoda ta jest bardzo subiektywna

Metoda wartości odwróconej - określa koszty, jakie należy ponieść, aby odtworzyć majątek wycenianego przedsiębiorstwa

zalety: przydatność dla spółek o stosunkowo dużych wartościach rzeczowych aktywów trwałych

wady: trudność oszacowania, ile warte są aktywa niematerialne i prawne spółki, reputacja firmy oraz jej rynkowy potencjał

Metoda wartości likwidacyjnej - suma cen, jakie można byłoby uzyskać na rynku ze sprzedaży poszczególnych składników przedsiębiorstwa

zalety: dzięki tej metodzie możliwe jest oszacowanie najniższego progu wartości przedsiębiorstwa

wady: trudność oszacowania, ile warte są aktywa niematerialne i prawne spółki

Jako podstawy wyceny lub metodok oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto metodę DCF.

Wycena, metodyka wyceny lub przyjęte założenia nie ulegały zmianie od daty sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia Dokumentu.

Dokument nie został przedstawiony emitentowi a następnie zmieniony. Dokument nie ulegał zmianom od dnia jego sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia.

Sporządzając rekomendację Zespół Analityczny bazuje jedynie na źródłach zweryfikowanych, publicznie dostępnych w ramach komercyjnych baz wiedzy i danych (raporty okresowe Emitentów, Bloomberg, Reuters, GUS), a także na opracowaniach własnych

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, jak również informacje odnośnie wcześniejszych rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, opublikowanych w okresie ostatnich 12 miesięcy przed datą niniejszej rekomendacji, zamieszczono na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.trigon.pl.

Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony obiektywnie, z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumencie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumencie.

Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.

Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.

Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumentacie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wynik oceny własnej Domu Maklerskiego.

Postępując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumentacie nie należy rezygnować z: przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.

O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji w szczególności aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Dział zgodności.

Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w Domu Maklerskim jest „Polityka zarządzania konfliktami interesów w Trigon Domu Maklerskim S.A.” Szczegółowe informacje odnośnie niniejszej Polityki znajdują się na stronie www.trigon.pl.

Dom Maklerski stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w Domu Maklerskim lub innymi osobami.

W szczególności Zespół Analityczny stanowi wyodrębnioną organizacyjnie, funkcjonalnie oraz fizycznie, samodzielną komórkę organizacyjną Domu Maklerskiego.

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii Domu Maklerskiego zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Na datę sporządzenia Dokumentu:

między Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzeniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanymi a Emitentem nie występuje konflikt interesów

Dom Maklerski posiada akcje Emitenta

Dom Maklerski pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcję animatora emitenta.

Dom Maklerski nie świadczy dla Emitenta i spółek powiązanych z Emitentem usług doradztwa finansowego lub usługi bankowości inwestycyjnej lub innych usług maklerskich

Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem

sporządzania analiz i rekomendacji instrumentów finansowych Emitenta

oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu

nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego

nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisje inwestycyjne lub usługowe

z zastrzeżeniem, iż Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług

wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta; jeden z autorów dokumentu posiada znikomą pakiet akcji Emitenta, co pozostaje bez wpływu dla rzetelności sporządzonego Dokumentu

członkowie władz Emitentów ani osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Domu Maklerskiego S.A.

żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitentów, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie otrzymał dywidendy od Emitenta.

Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Dom Maklerski z transakcji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski. Pracownicy Domu Maklerskiego biorący udział w sporządzaniu rekomendacji.

nie otrzymują wynagrodzenia bezpośrednio powiązanego z transakcjami dotyczącymi usług Domu Maklerskiego określonymi w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub z innym rodzajem transakcji, które prowadzi Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy kapitałowej co Dom Maklerski, ani z opłatami za takie transakcje, które otrzymuje Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy co Dom Maklerski nie otrzymują ani nie kupują akcji emitenta przed ofertą publiczną.

Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem Emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz Emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom.

Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym Dokumentacie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują GPW na podstawie Umowy, Dom Maklerski jest uprawniony do redystrybucji niniejszego Dokumentu na rzecz swoich klientów. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego.

Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać.

Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;

potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: www.trigon.pl, zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;

wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumentacie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu.

Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego, porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej, reklamy ani oferty, zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data i godzina zakończenia sporządzania rekomendacji: 28.02.2025 godz. 8:10

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia: 28.02.2025 godz.: 8:20