

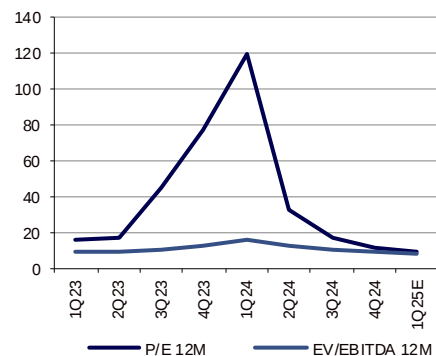
**Prognoza wyników na 1Q25. #Software Mind.** Wpływ przejścia number8 będzie widoczny w porównaniu r/r po raz ostatni i będzie naszym zdaniem głównym czynnikiem pozwalającym na poprawę wyniku operacyjnego segmentu z 13mln PLN przed rokiem do około 21mln PLN. Ponadto w wynikach konsolidowany będzie nabyty kilka miesięcy temu Core3, który zakładając kontynuację wzrostu i bazując na ostatnich dostępnych danych może dokładać kwartalnie około 1mln PLN EBITDA i 6mln PLN przychodów. **#FinTech.** Niezbyt wymagająca baza z zeszłego roku kiedy w segmencie odnotowano 2,6mln PLN straty operacyjnej powinna być łatwo przebita, choć nie zakładamy jeszcze wyjścia na plus. Prognozujemy -0,3mln PLN EBIT w Fintechu. **#Grupa, zadłużenie.** Łącznie zakładamy wzrost zysku operacyjnego o 104% do 21mln PLN, jednak będzie to już ostatni w tym roku tak znaczący przyrost ze względu na konsolidację numer8 od 2Q24 oraz bardziej wymagające kursy walutowe, w szczególności słabość dolara od kwietnia. Przypominamy, że w pierwszej połowie roku wzrośnie zadłużenie (bonusy i earn-outy związane z przejściami, wykup mniejszości w Virtual Mind).

**Wycena i prognozy.** Silne umocnienie dolara wpływa negatywnie na marżę Software Mind, natomiast duże spadki globalnej grupy porównawczej w ostatnich miesiącach świadczą o pogorszeniu perspektyw dla sektora, gdzie odbicie popytu nie następuje w tempie jakiego wcześniej oczekiwał rynek. Powyższe czynniki skłaniają nas do obniżenia prognoz wyniku operacyjnego o 6% w 2025 roku oraz o 4% w latach 2026-27 i korekty ceny docelowej do 26 PLN. Nasza wycena porównawcza, której co prawda nie wykorzystujemy przy wyznaczaniu ceny docelowej, spadła z 47 PLN do 29 PLN w wyniku spadku kursów akcji globalnych spółek benchmarkowych od początku roku o odpowiednio -35% Epam, -42% Endava, -49% Globant, -10% Nagarro. Od kiedy wyceniamy Ailleron spółki te nie były notowane na tak niskich wskaźnikach (niskie kilkanaście P/E). W tym kontekście wydaje się, że timing sprzedaży udziałów w Software Mind nie jest idealny. Uwzględniając imponujący wzrost tej spółki w ostatnich dwóch latach sądzimy, że inwestorzy nie przyjąłby negatywnie informacji o rezygnacji ze sprzedaży, gdyby okazało się, że SM pozostanie jeszcze przez jakiś czas w grupie z perspektywą dalszego wzrostu przez akwizycje.

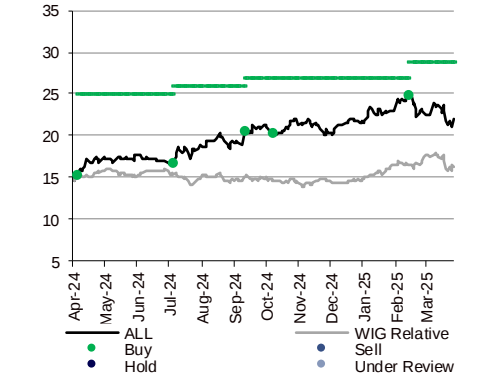
| PLNm                   | 1Q23  | 2Q23  | 3Q23  | 4Q23  | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25E | v/v  | q/q  |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| Przychody              | 110.6 | 115.7 | 114.4 | 126.2 | 106.7 | 142.8 | 145.5 | 164.7 | 151.9 | 42%  | -8%  |
| EBITDA                 | 15.6  | 13.7  | 10.7  | 10.1  | 13.8  | 24.1  | 22.8  | 22.9  | 20.8  | 50%  | -9%  |
| EBIT                   | 11.9  | 9.8   | 7.9   | 6.0   | 10.2  | 20.0  | 19.1  | 19.2  | 20.8  | 104% | 8%   |
| Zysk netto             | 2.8   | 1.8   | -3.9  | 2.8   | 1.6   | 7.8   | 3.8   | 10.9  | 5.9   | 278% | -46% |
| P/E12M trailing        | 16.2  | 17.4  | 45.1  | 76.8  | 119.4 | 32.9  | 17.0  | 11.3  | 9.5   |      |      |
| EV/EBITDA 12M trailing | 9.4   | 9.4   | 10.6  | 12.4  | 15.8  | 13.0  | 10.6  | 8.8   | 8.0   |      |      |
| zmiana przychodów r/r  | 44%   | 14%   | 2%    | 2%    | -3%   | 23%   | 27%   | 31%   | 42%   |      |      |
| marża EBITDA           | 14.1% | 11.8% | 9.3%  | 8.0%  | 13.0% | 16.9% | 15.7% | 13.9% | 13.7% |      |      |
| marża EBIT             | 10.8% | 8.5%  | 6.9%  | 4.8%  | 9.6%  | 14.0% | 13.1% | 11.7% | 13.7% |      |      |
| marża netto            | 2.6%  | 1.6%  | -     | 2.2%  | 1.5%  | 5.5%  | 2.6%  | 6.6%  | 3.9%  |      |      |

| DANE SPÓŁKI             | REKOMENDACJE              | Data  | Wycena        |
|-------------------------|---------------------------|-------|---------------|
| Ticker                  | ALL                       | Kupuj | 28.02.2025 29 |
| Sektor                  | TMT                       | Kupuj | 12.10.2024 27 |
| Kurs (PLN)              | 22.0                      | Kupuj | 22.10.2024 27 |
| 52 tyg. min/max (PLN)   | 14 / 26.2                 | Kupuj | 25.09.2024 27 |
| Liczba akcji (mln szt.) | 12.4                      | Kupuj | 19.07.2024 26 |
| Kapitałizacja (mln PLN) | 271                       | Kupuj | 19.04.2024 25 |
| Free-float              | 1                         | Kupuj | 11.12.2023 26 |
| Śr. obroty 3M (mln PLN) | 0.45                      | Kupuj | 23.10.2023 28 |
| Zmiana kursu            | 1M -0.7% 3M 3.0% 1Y 48.2% |       |               |

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



KURS NA TLE WIG



| PLNm          | 2022 | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody     | 410  | 453.1 | 559.7 | 639.2 | 712.2 | 767.2 |
| EBITDA        | 61   | 50.1  | 83.7  | 97.1  | 112.1 | 119.8 |
| EBIT          | 48   | 35.6  | 68.5  | 80.0  | 94.4  | 101.2 |
| Zysk netto    | 13   | 3.5   | 24.1  | 25.0  | 31.3  | 35.1  |
| EPS (PLN)     | 1.07 | 0.3   | 1.9   | 2.0   | 2.5   | 2.8   |
| DPS (PLN)     | 0.3  | 1.0   | 0.0   | 0.0   | 0.5   | 1.0   |
| P/E (x)       | 20.5 | 76.8  | 11.3  | 10.8  | 8.7   | 7.7   |
| EV/EBITDA (x) | 4.5  | 12.6  | 8.3   | 7.1   | 5.9   | 5.3   |
| P/BV (x)      | 4.0  | 3.2   | 2.6   | 2.1   | 1.8   | 1.5   |
| DY (%)        | 1.5% | 4.6%  | 0.0%  | 0.0%  | 2.3%  | 4.6%  |

# TRIGON

| Wycena / Waga      | Obecna |      | Poprzednia |      | Zmiana |
|--------------------|--------|------|------------|------|--------|
| Wycena DCF         | 26.1   | 100% | 28.7       | 100% | -9%    |
| Wycena porównawcza | 29.3   | 0%   | 46.7       | 0%   | -37%   |

| Zmiany prognoz<br>mln PLN | 2025E |       |        | 2026E |       |        | 2027E |       |        |
|---------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
|                           | Nowa  | Stara | Zmiana | Nowa  | Stara | Zmiana | Nowa  | Stara | Zmiana |
| Przychody                 | 639.2 | 651.5 | -2%    | 712.2 | 726.1 | -2%    | 767.2 | 782   | -2%    |
| EBITDA                    | 97.1  | 103.8 | -6%    | 112.1 | 117.2 | -4%    | 119.8 | 125   | -4%    |
| EBIT                      | 80.0  | 86.7  | -8%    | 94.4  | 99.5  | -5%    | 101.2 | 107   | -5%    |
| Zysk netto                | 25.0  | 26.6  | -6%    | 31.3  | 32.5  | -3%    | 35.1  | 36    | -4%    |
| P/E (x)                   | 10.8  | 10.2  |        | 8.7   | 8.4   |        | 7.7   | 7.4   |        |
| EV/EBITDA (x)             | 7.1   | 7.2   |        | 5.9   | 5.9   |        | 5.3   | 5.1   |        |
| P/BV (x)                  | 2.1   |       |        | 1.8   |       |        | 1.5   |       |        |
| DY (%)                    | 0.0%  |       |        | 2.3%  |       |        | 4.6%  |       |        |

| Wskaźniki rynkowe  | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------------|------|------|-------|-------|-------|
| P/E (x)            | 76.8 | 11.3 | 10.8  | 8.7   | 7.7   |
| P/E skor. (x)      | 17.0 | 10.6 | 10.8  | 8.7   | 7.7   |
| P/BV (x)           | 3.2  | 2.6  | 2.1   | 1.8   | 1.5   |
| EV/EBITDA (x)      | 12.6 | 8.3  | 7.1   | 5.9   | 5.3   |
| EV/adj. EBITDA (x) | 12.6 | 8.3  | 7.1   | 5.9   | 5.3   |
| EV/Sprzedaż (x)    | 0.6  | 0.6  | 0.6   | 0.5   | 0.4   |

|                |      |      |      |      |       |
|----------------|------|------|------|------|-------|
| FCFF Yield (%) | 5.4% | 8.3% | 6.6% | 8.4% | 10.2% |
| DY (%)         | 4.6% | 0.0% | 0.0% | 2.3% | 4.6%  |

| Wskaźniki finansowe | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|
| EPS (PLN)           | 0.3  | 1.9  | 2.0   | 2.5   | 2.8   |
| adj. EPS (PLN)      | 1.3  | 2.1  | 2.0   | 2.5   | 2.8   |
| DPS (PLN)           | 1.0  | 0.0  | 0.0   | 0.5   | 1.0   |
| BVPS (PLN)          | 6.8  | 8.4  | 10.4  | 12.5  | 14.3  |

| Wskaźniki operacyjne   | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| marża ZBnS (%)         | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| marża skor. EBITDA (%) | 11.0% | 15.0% | 15.2% | 15.7% | 15.6% |
| marża EBIT (%)         | 7.9%  | 12.2% | 12.5% | 13.3% | 13.2% |
| marża netto (%)        | 0.8%  | 4.3%  | 3.9%  | 4.4%  | 4.6%  |

|                               |       |       |       |       |       |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ROE (%)                       | 21.2% | 27.2% | 21.6% | 22.2% | 21.3% |
| ROA (%)                       | 0.8%  | 4.5%  | 3.9%  | 4.6%  | 4.8%  |
| CAPEX/Sprzedaż (%)            | 2.7%  | 2.2%  | 1.7%  | 1.8%  | 1.9%  |
| CAPEX/Amortyzacja (x)         | 0.8   | 0.8   | 0.6   | 0.7   | 0.8   |
| Dług netto/kapitał własny (x) | 0.2   | 0.8   | 0.6   | 0.4   | 0.1   |
| Dług netto/EBITDA (x)         | 0.4   | 1.0   | 0.8   | 0.5   | 0.2   |

|                                          |    |    |    |    |    |
|------------------------------------------|----|----|----|----|----|
| Cykl konwersji gotówki (dni)             | 49 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| Cykl rotacji zapasów (dni)               | 1  | 0  | 0  | 0  | 0  |
| Cykl rotacji należności handlowych (dni) | 73 | 59 | 62 | 62 | 63 |
| Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni) | 24 | 20 | 22 | 23 | 23 |

| Rachunek wyników (mln PLN)                   | 2022         | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|----------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody                                    | 410.1        | 453.1        | 559.7        | 639.2        | 712.2        | 767.2        |
| Koszt własny sprzedaży                       | 64.0         | 73.7         | 78.9         | 85.2         | 92.0         | 97.6         |
| <b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>              | <b>344.4</b> | <b>376.9</b> | <b>478.5</b> | <b>551.6</b> | <b>617.8</b> | <b>667.2</b> |
| Koszty sprzedaży                             | 5.1          | 2.6          | 2.3          | 2.4          | 2.4          | 2.4          |
| Koszty ogólnego zarządu                      | -1.5         | -7.2         | -1.8         | 2.7          | 4.1          | 4.4          |
| Zysk ze sprzedaży                            | 55.6         | 48.9         | 69.6         | 78.1         | 91.2         | 97.8         |
| Wynik na pozostałej działalności operacyjnej | -2.4         | 0.1          | 0.1          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>EBITDA</b>                                | <b>61.1</b>  | <b>50.1</b>  | <b>83.7</b>  | <b>97.1</b>  | <b>112.1</b> | <b>119.8</b> |
| adj. EBITDA                                  | 61.1         | 50.1         | 83.7         | 97.1         | 112.1        | 119.8        |
| Amortyzacja                                  | -13.0        | -14.5        | -15.2        | -17.1        | -17.7        | -18.6        |
| <b>EBIT</b>                                  | <b>48.2</b>  | <b>35.6</b>  | <b>68.5</b>  | <b>80.0</b>  | <b>94.4</b>  | <b>101.2</b> |
| Wynik na działalności finansowej             | -0.3         | -3.8         | -1.4         | -13.1        | -11.3        | -8.8         |
| <b>Zysk brutto</b>                           | <b>47.9</b>  | <b>31.8</b>  | <b>67.1</b>  | <b>66.8</b>  | <b>83.1</b>  | <b>92.4</b>  |
| Podatek dochodowy                            | -9.3         | -10.9        | -11.5        | -12.7        | -15.8        | -17.6        |
| Zysk mniejszości                             | -25.3        | -17.4        | -31.5        | -29.1        | -35.9        | -39.7        |
| <b>Zysk netto</b>                            | <b>13.2</b>  | <b>3.5</b>   | <b>24.1</b>  | <b>25.0</b>  | <b>31.3</b>  | <b>35.1</b>  |
| <b>Zysk netto skor.</b>                      | <b>17.7</b>  | <b>16.0</b>  | <b>25.5</b>  | <b>25.0</b>  | <b>31.3</b>  | <b>35.1</b>  |

| Bilans (mln PLN)                    | 2022         | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Aktywa trwałe</b>                | <b>209.6</b> | <b>226.2</b> | <b>404.8</b> | <b>457.6</b> | <b>460.2</b> | <b>463.6</b> |
| <b>Aktywa obrotowe</b>              | <b>209.5</b> | <b>209.5</b> | <b>218.0</b> | <b>207.0</b> | <b>251.6</b> | <b>296.0</b> |
| Zapasy                              | 0.7          | 0.6          | 0.3          | 0.4          | 0.4          | 0.5          |
| Należności handlowe                 | 98.6         | 81.6         | 100.7        | 115.0        | 128.2        | 138.1        |
| Gotówka                             | 89.4         | 112.9        | 103.4        | 78.0         | 109.4        | 143.9        |
| <b>Aktywa</b>                       | <b>419.1</b> | <b>435.7</b> | <b>622.8</b> | <b>664.6</b> | <b>711.8</b> | <b>759.6</b> |
| <b>Kapitał własny</b>               | <b>67.1</b>  | <b>84.1</b>  | <b>103.6</b> | <b>128.7</b> | <b>153.8</b> | <b>176.6</b> |
| <b>Kapitały mniejszości</b>         | <b>115.4</b> | <b>125.4</b> | <b>159.0</b> | <b>188.1</b> | <b>224.1</b> | <b>263.8</b> |
| <b>Zobowiązania długoterminowe</b>  | <b>159.5</b> | <b>134.1</b> | <b>246.9</b> | <b>227.5</b> | <b>208.8</b> | <b>190.5</b> |
| Zobowiązania oprocentowane          | 83.8         | 86.5         | 191.9        | 172.5        | 153.8        | 135.5        |
| <b>Zobowiązania krótkoterminowe</b> | <b>77.2</b>  | <b>92.0</b>  | <b>113.3</b> | <b>120.3</b> | <b>125.1</b> | <b>128.7</b> |
| Zobowiązania oprocentowane          | 14.8         | 32.9         | 37.3         | 37.3         | 37.3         | 37.3         |
| Zobowiązania handlowe               | 33.2         | 25.9         | 35.2         | 42.2         | 47.0         | 50.6         |
| <b>Pasywa</b>                       | <b>419.1</b> | <b>435.7</b> | <b>622.8</b> | <b>664.6</b> | <b>711.8</b> | <b>759.6</b> |
| <b>Dług netto</b>                   | <b>8.7</b>   | <b>6.4</b>   | <b>125.7</b> | <b>131.7</b> | <b>81.6</b>  | <b>28.8</b>  |

| Rachunek przepływów (mln PLN)                 | 2022          | 2023         | 2024          | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|-----------------------------------------------|---------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>   | <b>45.6</b>   | <b>55.2</b>  | <b>77.5</b>   | <b>63.9</b>  | <b>76.6</b>  | <b>87.2</b>  |
| Zysk (strata) netto                           | -21.4         | 9.8          | -9.5          | -7.3         | -8.4         | -6.3         |
| Amortyzacja                                   | 13.0          | 14.5         | 15.2          | 17.1         | 17.7         | 18.6         |
| <b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b> | <b>-126.7</b> | <b>-19.8</b> | <b>-193.5</b> | <b>-62.6</b> | <b>-12.9</b> | <b>-14.4</b> |
| CAPEX                                         | -27.2         | -12.1        | -12.5         | -11.0        | -12.9        | -14.4        |
| <b>Przepływy z działalności finansowej</b>    | <b>59.1</b>   | <b>-11.9</b> | <b>106.4</b>  | <b>-26.8</b> | <b>-32.3</b> | <b>-38.3</b> |
| Dywidenda                                     | -4.0          | -12.4        | 0.0           | 0.0          | -6.2         | -12.4        |
| <b>Przepływy pieniężne netto</b>              | <b>-21.9</b>  | <b>23.5</b>  | <b>-9.6</b>   | <b>-25.4</b> | <b>31.4</b>  | <b>34.5</b>  |
| Środki pieniężne na początek okresu           | 111.3         | 89.4         | 112.9         | 103.4        | 78.0         | 109.4        |
| Środki pieniężne na koniec okresu             | 89.4          | 112.9        | 103.4         | 78.0         | 109.4        | 143.9        |

# TRIGON

## ALL: wycena DCF

|                             | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 2028E        | 2029E        | 2030E        | 2031E        | 2032E        | 2033E        | TV             |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| Przychody                   | 639.2        | 712.2        | 767.2        | 818.3        | 865.2        | 899.8        | 934.6        | 962.6        | 986.6        |                |
| EBITDA                      | 97.1         | 112.1        | 119.8        | 126.4        | 132.3        | 137.1        | 142.8        | 147.5        | 151.2        |                |
| <b>EBIT</b>                 | <b>80.0</b>  | <b>94.4</b>  | <b>101.2</b> | <b>106.7</b> | <b>111.5</b> | <b>115.1</b> | <b>119.7</b> | <b>123.3</b> | <b>126.3</b> |                |
| Stopa podatkowa             | 19%          | 19%          | 19%          | 19%          | 19%          | 19%          | 19%          | 19%          | 20%          |                |
| <b>NOPLAT</b>               | <b>64.8</b>  | <b>76.5</b>  | <b>81.9</b>  | <b>86.4</b>  | <b>90.3</b>  | <b>93.2</b>  | <b>96.9</b>  | <b>99.8</b>  | <b>101.3</b> |                |
| Amortyzacja                 | 17.1         | 17.7         | 18.6         | 19.8         | 20.8         | 22.0         | 23.1         | 24.2         | 24.9         |                |
| Nakłady inwestycyjne        | -11.0        | -12.9        | -14.4        | -15.4        | -16.5        | -17.3        | -18.2        | -19.1        | -19.6        |                |
| Lease capex                 | -7.4         | -7.4         | -7.6         | -7.7         | -7.9         | -8.1         | -8.2         | -8.4         | -8.6         |                |
| Zmiana kapitału obrotowego  | -7.3         | -8.4         | -6.3         | -5.9         | -5.4         | -4.0         | -4.0         | -3.2         | -3.3         |                |
| Przejęcia, inne korekty     | -51.6        | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |                |
| FCF                         | <b>4.6</b>   | <b>65.5</b>  | <b>72.3</b>  | <b>77.2</b>  | <b>81.3</b>  | <b>85.9</b>  | <b>89.6</b>  | <b>93.4</b>  | <b>94.7</b>  | <b>1,079.0</b> |
| Dług / (Dług + Kapitał)     | 35%          | 23%          | 9%           | 0%           | 0%           | 0%           | 0%           | 0%           | 0%           | 0%             |
| Stopa wolna od ryzyka       | 5.75%        | 5.75%        | 5.75%        | 5.75%        | 5.75%        | 5.75%        | 5.75%        | 5.75%        | 5.75%        | 5.00%          |
| Premia rynkowa              | 6.5%         | 6.5%         | 6.5%         | 6.5%         | 6.5%         | 6.5%         | 6.5%         | 6.5%         | 6.5%         | 6.5%           |
| Beta nielewarowana          | 1.00         | 1.00         | 1.00         | 1.00         | 1.00         | 1.00         | 1.00         | 1.00         | 1.00         | 1.00           |
| Beta lewarowana             | 1.43         | 1.24         | 1.08         | 1.00         | 1.00         | 1.00         | 1.00         | 1.00         | 1.00         | 1.00           |
| Koszt długu po podatku (%)  | 5.9%         | 5.9%         | 5.9%         | 5.9%         | 5.9%         | 5.9%         | 5.9%         | 5.9%         | 5.8%         | 5.2%           |
| Koszt kapitału własnego (%) | 15.1%        | 13.8%        | 12.7%        | 12.3%        | 12.3%        | 12.3%        | 12.3%        | 12.3%        | 12.3%        | 11.5%          |
| <b>WACC (%)</b>             | <b>11.9%</b> | <b>12.0%</b> | <b>12.2%</b> | <b>12.3%</b> | <b>12.3%</b> | <b>12.3%</b> | <b>12.3%</b> | <b>12.3%</b> | <b>12.3%</b> | <b>11.5%</b>   |

|                                         |             |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|-----------------------------------------|-------------|--|--|--|--|--|--|--|--|--|
| Suma PV FCF                             | 369         |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Stopa wzrostu FCF TV                    | 2.5%        |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Zdyskontowana TV                        | 396         |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Dług netto, mniejszości, inne kor. (boł | 477         |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Wartość KW (mln PLN)*                   | 288         |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Wyplacona dywidenda                     | 0.0         |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Liczba akcji (mln)                      | 12.4        |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Wartość 1 akcji (PLN)                   | 23.3        |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| <b>Cena docelowa za 12M</b>             | <b>26.1</b> |  |  |  |  |  |  |  |  |  |

Źródło: Trigon

## ALL: Wycena porównawcza

| Spółka                                              | MC (EURm) | EV/EBITDA   |            |            | P/E         |             |             |
|-----------------------------------------------------|-----------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|                                                     |           | 2025E       | 2026E      | 2027E      | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
| GLOBALT SA                                          | 4,089     | 9.2         | 8.2        | 7.0        | 15.2        | 13.2        | 11.6        |
| ENDAVA PLC- SPON ADR                                | 914       | 6.8         | 5.7        | 4.5        | 11.2        | 9.9         | 7.3         |
| EPAM SYSTEMS INC                                    | 7,300     | 8.6         | 7.5        | 6.7        | 13.6        | 11.9        | 10.4        |
| GRID DYNAMICS HOLDINGS I                            | 979       | 12.1        | 9.6        | 7.0        | 30.3        | 25.4        | 17.9        |
| CAPGEMINI SE                                        | 21,350    | 7.0         | 6.7        | 6.4        | 10.9        | 10.2        | 9.3         |
| COGNIZANT TECH SOLUTION                             | 30,084    | 8.7         | 8.3        | 7.6        | 13.8        | 12.8        | 11.8        |
| KAINOS GROUP PLC                                    | 904       | 10.2        | 9.6        | 8.3        | 16.5        | 15.7        | 13.5        |
| NAGARRO SE                                          | 942       | 7.6         | 6.8        | 6.4        | 12.7        | 10.8        | 9.5         |
| INNOFACTOR OYJ                                      | 61        | -           | -          | -          | -           | -           | -           |
| IT LINK SA                                          | 41        | 5.7         | 5.2        | -          | 9.7         | 8.7         | 7.9         |
| <b>Mediana: spółki zagraniczne</b>                  |           | <b>8.6</b>  | <b>7.5</b> | <b>6.8</b> | <b>13.6</b> | <b>11.9</b> | <b>10.4</b> |
| AILLERON                                            |           | 7.7         | 6.2        | 5.4        | 10.9        | 8.7         | 7.7         |
| Wycena na akcję                                     |           | 29.6        | 30.3       | 28.5       | 27.5        | 30.2        | 29.6        |
| <b>Średnia wycena dla poszczególnych wskaźników</b> |           | <b>29.5</b> |            |            |             | <b>29.1</b> |             |

Źródło: Bloomberg, Trigon DM

średnia wycena 29.3

## 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

## TRIGON DOM MAKLESKI S.A.

Plac Unii, Puławska 2 st.,  
Building B,  
02-566 Warszawa

+48 22 330 11 11

[repcja@trigon.pl](mailto:repcja@trigon.pl)

[LinkedIn](#)

[www.trigon.pl](http://www.trigon.pl)

### CEE EQUITY RESEARCH

**Grzegorz Kujański**

*Head of Research*

Consumer, E-commerce,  
Financials

**Dominik Niszczyński, CFA**

TMT, E-commerce

*Senior Analyst*

**Maciej Marcinowski**

*Deputy Head of Research*

Strategy, Banks, Financials

**David Sharma, CFA**

Construction, Real Estate,  
Building Materials

*Senior Analyst*

**Grzegorz Balcerski, CFA**

*Analyst*

Gaming, TMT

**Piotr Rychlicki**

*Analyst*

**Katarzyna Kosiorek, PhD**

*Analyst*

Biotechnology

**Piotr Chodyra**

*Analyst*

**Michał Kozak**

*Senior Analyst*

Oil & Gas, Chemicals,  
Utilities

**Volodymyr Shkuropat**

*Analyst*

# TRIGON

## 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 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 poczyniony 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 dyrektywy 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 wypływów 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 wypłacanej dywidendy do kursu akcji

RFR - stopa wolna od ryzyka

WACC - średni ważony koszt kapitału

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – AILLERON S.A.

KUPUJ – 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 Niszczyński

## 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, zapewnia 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 wycenia 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 przejęcia 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 odtworzeniowej - 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 metodyk oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto metodę DCF

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

Sporządzający rekomendacje 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](http://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.

Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumencie 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.

Posługując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumencie 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](http://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:

- pomiędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzaniu 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
- i) sporządzania analiz i rekomendacji instrumentów finansowych Emitenta
- ii) oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu
- iii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego
- iv) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję 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 znikomy 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 Dokumencie 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](http://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 Dokumencie 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, prawne, 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: 17 kwietnia 2025 godz. [11:35]

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia: 17 kwietnia 2025 godz. [11:40]