

Fabrity

Aktualizacja modelu po wynikach rocznych

Nie dokonujemy istotnych zmian w naszym modelu po publikacji rocznych wyników, które były zbliżone do wcześniej opublikowanych szacunków. Dobra pozycja gotówkowa na koniec roku (15mln PLN gotówki) pozwoli na wypłatę zarówno wysokiej dywidendy, jak również na kolejne ewentualne okazyjne przejęcia. Łącznie z prawdopodobnym zwrotem płatności za podatek CIT, co warunkuje część płatności dywidendy, Fabrity może w tym roku wypłacić 3 PLN na akcję, to jest prawie 11% obecnej kapitalizacji. W najbliższych tygodniach liczymy na rozstrzygnięcie przetargu na kolejną umowę ramową dla Frontexu, gdzie opóźnienie trwa już kilka miesięcy. Pozytywnie odbieramy informacje z ostatniej konferencji spółki, gdzie zarząd wskazał na pozyskanie przejściowych kontraktów od tego klienta, pozwalających zagospodarować pracowników przypisanych do projektu.

Podsumowanie roku 2024. Mimo wymagającego otoczenia rynkowego i niepewności odnośnie przychodów z sektora publicznego (głównie Frontex, łącznie sektor public stanowił 34% sprzedaży zarówno w 2023 i 2024 roku), Fabrity utrzymało solidne fundamenty operacyjne. Spółka pozyskała 20 nowych klientów w 2024 roku, churn pozostał niski (<3%), a struktura przychodów pozostała zdywersyfikowana (Polska/EU/DACH po ~1/3 każda). Opóźnienie w przetargu ramowym Frontexu nie przerwało współpracy: Fabrity realizuje prace przejściowe, a prawdopodobne podpisanie kolejnej umowy ramowej z większym zakresem prac powinno zostać dobrze przyjęte przez inwestorów. Spółka pozostaje dobrze przygotowana na odbicie rynku i analizuje akwizycje, preferując rentowne cele w Polsce o synergicznym profilu.

Prognozy finansowe. Podchodzimy ostrożnie do prognoz na pierwsze półrocze, natomiast liczymy na pewną poprawę zarówno w sektorze prywatnym jak i w instytucjach publicznych pod koniec bieżącego roku. W 2024 roku prognozujemy wartość przychodów i zysków oczyszczonych o zdarzenia jednorazowe na poziomie zbliżonym do zeszłorocznego. W 2026 modelujemy wzrost przychodów o 21% i poprawę marży EBITDA z 12% na 13%, m.in. dzięki założeniu o wzroście prac wykonywanych dla Frontexu oraz pewnej poprawie w sektorze prywatnym. Prognozujemy 5mln PLN zysku netto w 2025 roku i wzrost do 7mln w 2026 r.

Wycena. Nieznacznie podnosimy naszą cenę docelową z 32 PLN do 33 PLN bazując na modelu DCF. W naszej wycenie porównawczej niższe niż w zeszłym roku są mnożniki w grupie podmiotów zagranicznych, które obecnie wyceniane są na P/E ~16x dla bieżącego roku i ~14 na 2026 rok. Mnożniki zarówno EV/EBITDA jak i P/E bazujące na prognozach za okres 2025-27 zwracają wycenę Fabrity 34 PLN na akcję.

Czynniki ryzyka. (1) Ryzyko związane ze zwiększoną konkurencją na rynku software house'ów, (2) Ryzyko utraty klientów, (3) Ryzyko utraty kluczowych pracowników, (4) Ryzyko niepowodzenia projektu PerfectBot, (5) Ryzyko niedotrzymania terminów płatności przez klientów, (6) Ryzyko walutowe (około połowa przychodów w euro).

PLNm	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenues	53.4	68.7	74.7	74.1	90.3	95.7
EBITDA	7.6	8.7	8.6	8.8	11.4	12.1
EBIT	5.0	6.4	6.6	6.9	9.5	10.0
Net profit	25.1	12.9	7.2	4.9	7.0	7.8
EPS (PLN)	10.2	5.3	2.6	1.8	2.5	2.8
P/E (x)	2.8	5.3	10.8	15.7	11.1	10.0
EV/EBITDA (x)	7.3	5.3	7.6	8.9	7.0	6.6
P/BV (x)	2.0	1.9	3.0	3.4	3.3	3.1
DY (%)	28.2%	14.3%	23.1%	10.7%	7.9%	8.2%

Źródło: Dane spółki, Trigon

Kupuj

(Poprzednia: Kupuj, 32 PLN)

Cena docelowa: 33 PLN

Potencjał wzrostu: +18%

FACT SHEET

Ticker	FAB
Sector	IT
Price (PLN)	28
52W range (PLN)	23.6 / 39.5
Shares outstanding (m)	2.8
Market Cap (PLNm)	78
Free-float	48%
3M Avg. Vol. (PLNm)	0.05
Price performance	1M 3M 1Y
	11.1% -2.8% -23.1%

RELATIVE SHARE PRICE VS WIG INDEX



RECOMMENDATIONS

	DATE	TP
Buy	17.04.2025	32
Hold	10.12.2024	35
Hold	22.10.2024	37
Hold	19.07.2024	38
Hold	19.04.2024	39
Hold	11.12.2023	38
Hold	23.10.2023	37

SHAREHOLDERS

	Share %
Grzegorz Stulgis	24.6%
Tomasz Burczyński	9.8%
Janusz Żebrowski	9.5%
FRAM	7.9%

INVESTOR CALENDAR

1Q'25 Earnings	29.05.2025
2Q'25 Earnings	28.08.2025
3Q'25 Earnings	27.11.2025

ANALYST

Dominik Niszc

dominik.niszc@trigon.pl

Wyniki za 4Q24 i podsumowanie konferencji

mln PLN	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	Y/Y	Q/Q	4Q24E	4Qprel
Przychody	19.4	18.9	18.9	18.4	18.6	-4%	1%	18.6	18.6
EBITDA	2.5	2.4	2.0	2.1	2.2	-10%	9%	2.3	2.2
EBIT	2.0	1.8	1.6	1.6	1.6	-22%	-4%	1.8	1.8
Zysk netto	1.2	1.0	5.3	0.8	0.2	-84%	-75%	1.2	-
P/E12M trailing	5.8	6.0	4.4	9.1	10.4				
EV/EBITDA 12M trailing	6.7	7.1	8.1	8.2	7.9				
zmiana przychodów r./r.	28.1%	17.3%	22.3%	3.2%	-4.1%				
marża EBITDA	12.9%	12.5%	10.4%	11.3%	12.1%				
marża EBIT	10.2%	9.5%	8.7%	8.8%	8.3%				
marża netto	6.2%	5.2%	28.1%	4.1%	1.0%				
Dług netto	-22.6	-17.8	-4.9	-7.3	-11.8				

Źródło: Dane spółki, Trigon

- Zarząd ma nadzieję na szybki powrót do wzrostów w sektorze publicznym, gdzie przychody uległy zmniejszeniu w 2024 (mniej przychodów od Frontexu).

Komentarz: Wyniki na poziomie przychodów i EBITDA są zgodne z szacunkowymi prezentowanymi pod koniec marca. Na poziomie EBIT w stosunku do wstępnych wyników spółka zaksięgowła dodatkowe 0,2mln PLN amortyzacji wartości niematerialnych związanej z portfelem klientów (niegotówkowy odpis, przypisaliśmy w tabeli powyżej w całości do 4Q24). Zgodnie z wcześniejszą komunikacją z marca odpis 1,0mln PLN wartości pożyczki do PerfectBot obciążył wynik netto, czego nie uwzględnialiśmy w naszych prognozach. W konsekwencji PerfectBot został w bilansie spisany do zera. Bez powyższych dwóch odpisów wynik netto w 4Q24 byłby zbliżony do zeszłorocznego z 4Q23 i do naszych szacunków, to jest około 1,2mln PLN. Skorygowany wynik netto grupy za rok 2024 po oczyszczeniu o 1mln PLN odpisu na PerfectBot, około 1,2mln PLN straty PerfectBot i o 4,7mln PLN z odwrócenia podatku plus odsetki wyniósł łącznie niecałe 6mln PLN przed udziałem mniejszości oraz 5mln PLN po udziale mniejszości.

#Gotówka netto. Na koniec roku gotówka netto w grupie wynosiła 12mln PLN, w tym 15mln PLN gotówki i 3mln PLN zobowiązań leasingowych. Kwoty nie uwzględniają spodziewanego wpływu części nadpłaconego podatku (2,5mln PLN za rok 2022 plus odsetki, rozprawa przed NSA ustalona na dzień 9 lipca 2025 roku), oraz płatności do 2,1mln PLN earn-outu za Panda Group (1,5mln PLN w bilansie).

Podsumowanie konferencji po wynikach za 4Q24 [lekko pozytywne]

#Podsumowanie biznesowe 2024

- Utrzymano wszystkich kluczowych klientów;
- Niski churn, poniżej 3%, tylko starsi i mniejsi klienci;
- Pozyskanie 20 nowych klientów w 2024 oraz kilku kolejnych na przełomie 2024/25;
- Wśród 20 nowych klientów m.in. PSE, producent opon, polski operator telekomunikacyjny, lider branży zarządzania wierzytelnościami, niemiecki dostawca rozwiązań smart home, holenderski producent mebli;
- Spośród 90 podmiotów należących do klientów grupy 70% to międzynarodowe korporacje, 15% podmioty z europejskiego lub polskiego sektora publicznego;
- Inwestycje w kompetencje obejmowały rozwój oferty Data/AI/Cloud oraz Industry 4.0;
- Pierwszy pełny rok po sprzedaży segmentu marketingu: trwała optymalizacja kosztów ogólnych;
- Partnerstwo z Advantech (obszar Industry 4.0) oraz Snowflake (rozwiązania Data/Cloud);

#Struktura przychodów w 2024

- Geografia: Polska 36%, Europa Zachodnia i instytucje EU 36%, DACH 27%;
- EUR stanowiło 51% przychodów, inne waluty obce 3%;
- Główne branże: Przemysł/Hi-Tech/Farma 37%, Sektor publiczny 34%, Finanse 7%, Retail 8%;

#PerfectBot

- Trwają rozmowy z potencjalnymi inwestorami;
- Wszystkie scenariusze są na stole;

#Perspektywy

- Spodziewana drobna poprawa koniunktury rynkowej, ale jeszcze nie znacząca;
- Sytuacja na rynku pracy nadal korzystna dla pracodawców;
- Rynek pracy może przesunąć się w stronę pracowników, ale zatrudnienie będzie rosło szybciej wśród dużych firm, lepiej radzących sobie w obszarach na które rośnie popyt (czyli AI, Data management itd.), a mniej w małych podmiotach specjalizujących się np. w outsourcingu;

- Rośnie znaczenie AI, głównie na potrzeby aplikacji transakcyjnych i dużych zbiorów danych;
- Coraz większe znaczenie zyskują także Data Governance, Cyber Security oraz przetwarzanie w chmurze modeli machine learning;
- Od lutego 2026 oczekiwane zmniejszenie powierzchni biurowej w Warszawie i związane z tym możliwe oszczędności rzędu 0,5mln PLN;
- Rozprawa w NSA odnośnie zwrotu podatku zaplanowana na lipiec: na koniec roku należności w linii podatku na bilansie w kwocie 2,8mln PLN;
- Frontex przedłużył okres przejściowy w związku z opóźnieniem rozstrzygnięcia przetargu na kolejną umowę ramową. W krótkim okresie Fabrity jest beneficjentem dodatkowych umów, utrzymana jest ciągłość prac.
- Zarząd regularnie rozmawia z potencjalnymi celami akwizycji z fokusem na firmy o przychodach kilkanaście do 20 mln PLN. Łatwiej będzie dokonać przejęcia w Polsce niż zagranicą.

Komentarz: Interpretujemy konferencję pozytywnie. Co prawda sytuacja na rynku pozostaje dość trudna i widać tylko nieznaczną poprawę, ale (1) Fabrity nadal zwiększa bazę klientów, (2) Mimo opóźnienia rozstrzygnięcia przetargu ramowego na kolejne 4 lata przez Frontex, spółka pozyskuje dodatkowe zlecenia w okresie przejściowym, co pozwala na kontynuację prac i wykorzystanie pracowników przypisanych do tego projektu. Dobrze odbieramy też ostatnie informacje o wyższej niż poprzednio zakładaliśmy dywidendzie w przypadku zwrotu podatku (3,0 PLN na akcję do wypłaty w 2025 roku). Fabrity nadal poszukuje okazji do akwizycji, ale widać, że nie ma presji na wzrost skali, a raczej poszukiwany jest biznes, z potencjałem na synergie i łatwy do integracji, także pod kątem kultury korporacyjnej.

Wycena

FAB: wycena DCF

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	TV
Przychody	74.1	90.3	95.7	100.5	104.6	107.7	110.9	114.3	117.7	120.6	
EBITDA	8.8	11.4	12.1	12.7	13.2	13.6	14.0	14.4	14.8	15.2	
EBIT	6.9	9.5	10.0	10.4	10.6	10.9	11.2	11.6	11.9	12.2	
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
NOPLAT	5.6	7.7	8.1	8.4	8.6	8.8	9.1	9.4	9.6	9.9	
Amortyzacja	1.9	2.0	2.1	2.3	2.6	2.7	2.7	2.8	2.9	3.0	
Nakłady inwestycyjne	-1.1	-1.4	-1.6	-1.9	-2.3	-2.3	-2.4	-2.5	-2.5	-2.6	
Leasing capex	-0.8	-0.8	-0.9	-0.9	-1.0	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	
Zmiana kapitału obrotowego	1.4	-2.1	0.4	0.6	0.8	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	
Przejęcia, inne korekty	0.0	0.0	-2.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
FCF	7.0	5.3	6.0	8.4	8.6	7.8	8.0	8.3	8.6	8.9	9.1
WACC (%)	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%	12.5%
Suma PV FCF	44		17476								
Stopa wzrostu FCF TV	2.5%										
Zdyskontowana TV	25										
Dług netto, mniejszości, inne	-12										
Wartość KW (mln PLN)	81										
Liczba akcji (mln)*	2.8										
Wartość 1 akcji, PLN	29.1										
Wyplacona dyw./buyback (mln PLN)	0.0										
Wycena za 12M	33.0										

Źródło: Trigon, *po emisji akcji połączeniowych

Valuation	Current		Previous		Change
DCF	33	100%	32	100%	3%
Multiples	34	0%	31	0%	11%

PLNm	2025E			2026E			2027E		
	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.
Revenues	74.1	74.2	0%	90.3	90.3	0%	95.7	95.7	0%
EBITDA	8.8	8.8	0%	11.4	11.4	0%	12.1	12.1	0%
EBIT	6.9	7.0	-2%	9.5	9.4	0%	10.0	9.9	1%
Net profit	4.9	5.0	-2%	7.0	7.3	-4%	7.8	7.9	-2%

Source: Company, Trigon

FAB: Wycena porównawcza

Company	MC (EURm)	EV/EBITDA			P/E		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
GLOBANT SA	4,634	10.7	9.4	8.1	17.6	15.5	13.7
ENDAVA PLC- SPON ADR	975	7.4	6.4	5.2	11.8	9.8	8.0
GRID DYNAMICS HOLDINGS INC	1,008	13.2	10.9	8.3	31.1	26.4	19.2
EPAM SYSTEMS INC	7,958	9.7	8.5	7.7	15.0	13.2	11.6
Mediana: IT spółki zagr. (waga 50%)		10.2	9.0	7.9	16.3	14.4	12.6
AILLERON		7.4	6.0	5.2	12.0	9.4	8.3
ASSECO BUSINESS SOLUTIONS		15.8	14.2	12.9	21.6	19.9	18.2
Mediana: IT spółki polskie (waga 50%)		11.6	10.1	9.1	16.8	14.6	13.3
średnia ważona		10.9	9.5	8.5	16.5	14.5	13.0
Wycena na akcję		31	36	34	29	36	36
średnia wycena dla poszczególnych wskaźników			34	34			
średnia wycena porównawcza			34				

Źródło: Bloomberg, Trigon DM

Rachunek zysków i strat (PLNm)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	53.4	68.7	74.7	74.1	90.3	95.7
Koszt własny sprzedaży	-43.8	-55.8	-67.6	-67.5	-81.0	-85.8
Zysk brutto ze sprzedaży	9.6	12.9	7.1	6.7	9.3	9.9
Koszty sprzedaży	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Koszty ogólnego zarządu	-4.7	-6.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk ze sprzedaży	5.0	6.6	7.1	6.7	9.3	9.9
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	0.0	-0.2	-0.5	0.2	0.2	0.2
EBITDA	7.6	8.7	8.6	8.8	11.4	12.1
EBITDA skor.	6.2	7.1	7.8	8.0	10.6	11.3
Amortyzacja	-2.6	-2.3	-2.0	-1.9	-2.0	-2.1
EBIT	5.0	6.4	6.6	6.9	9.5	10.0
Wynik na działalności finansowej	22.1	9.2	-1.7	-0.2	-0.6	-0.4
Zysk brutto	27.1	15.6	4.9	6.6	8.9	9.6
Podatek dochodowy	-3.0	-3.0	3.4	-1.3	-1.7	-1.8
Zysk mniejszości	0.8	1.1	1.1	0.4	0.2	0.0
Zysk netto	25.1	12.9	7.2	4.9	7.0	7.8
Zysk netto skor.	5.6	5.5	4.0	4.9	7.0	7.8
marża brutto ze sprzedaży	18.1%	18.7%	9.5%	9.0%	10.3%	10.3%
marża EBITDA skor.	14.2%	12.6%	11.6%	11.9%	12.6%	12.7%
marża EBIT	9.3%	9.3%	8.9%	9.3%	10.5%	10.5%
marża netto skor.	10.5%	7.9%	5.3%	6.7%	7.7%	8.1%
zmiana przychodów r./r.	31%	29%	9%	-1%	22%	6%
zmiana wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	29%	33%	-45%	-6%	39%	6%
zmiana EBITDA skor. r./r.	-33%	15%	10%	2%	32%	6%
zmiana EBIT r./r.	0%	29%	3%	4%	37%	6%
zmiana zysku netto skor. r./r.	50%	-2%	-28%	25%	41%	11%
	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
Przychody	17.8	19.4	18.9	18.9	18.4	18.6
Koszt własny sprzedaży	-14.5	-15.1	-17.1	-17.1	-16.6	-16.9
Zysk brutto ze sprzedaży	3.3	4.3	1.8	1.8	1.8	1.8
Koszty sprzedaży	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Koszty ogólnego zarządu	-1.6	-2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk ze sprzedaży	1.7	2.2	1.8	1.8	1.8	1.8
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	0.2	-0.2	0.0	-0.2	-0.2	-0.2
EBITDA	2.4	2.5	2.4	2.0	2.1	2.2
EBITDA skor.	2.1	2.2	2.0	1.9	1.9	2.0
Amortyzacja	-0.5	-0.5	-0.6	-0.3	-0.4	-0.7
EBIT	1.9	2.0	1.8	1.6	1.6	1.6
Wynik na działalności finansowej	10.5	-0.9	-0.2	0.0	-0.3	-1.3
Zysk brutto	12.4	1.1	1.6	1.7	1.3	0.3
Podatek dochodowy	-3.1	0.5	-0.4	3.9	-0.3	0.2
Zysk mniejszości	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
Zysk netto	9.4	1.2	1.0	5.3	0.8	0.2
Zysk netto skor.	9.4	1.2	1.0	1.0	0.8	1.2
marża EBITDA skor.	18.6%	22.0%	9.6%	9.6%	9.7%	9.4%
marża EBIT	11.7%	11.1%	10.8%	10.1%	10.2%	10.9%
marża netto skor.	53.1%	6.2%	5.2%	5.4%	4.1%	6.4%
zmiana przychodów r./r.	33%	28%	17%	22%	3%	-4%
zmiana EBITDA skor. r./r.	90%	32%	14%	75%	-11%	-6%
zmiana EBIT r./r.	249%	30%	12%	82%	-15%	-22%
zmiana zysku netto skor. r./r.	618%	-13%	-34%	28%	-92%	-2%

Źródło: Spółka, Trigon

Bilans (mln PLN)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Aktywa trwałe	9	6	8	8	9	9
Rzeczowe aktywa trwałe	4	2	2	2	2	3
Wartości niematerialne i prawne	1	2	2	2	2	3
Wartość firmy	0	0	3	3	3	3
Należności długoterminowe	0	0	0	0	0	0
Inwestycje długoterminowe	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	4	3	1	1	1	1
Aktywa obrotowe	52	49	41	32	34	33
Zapasy	0	0	0	0	0	0
Należności handlowe	17	22	21	22	25	26
Gotówka	18	25	15	8	7	6
Pozostałe	17	3	5	2	2	2
Aktywa	61	56	49	41	43	43
Kapitał własny	34	37	26	23	24	25
Kapitał zakładowy	2	2	2	2	2	2
Pozostałe	6	22	17	16	14	15
Zysk (strata) netto	25	13	7	5	7	8
Kapitały mniejszości	4	5	7	2	2	2
Zobowiązania długoterminowe	4	3	4	4	4	4
Zobowiązania oprocentowane	3	2	1	1	1	1
Pozostałe	1	1	3	3	3	3
Zobowiązania krótkoterminowe	19	11	12	12	13	11
Zobowiązania oprocentowane	2	1	2	2	2	2
Zobowiązania handlowe	5	6	6	6	7	7
Pozostałe	13	4	4	4	4	2
Pasywa	61	56	49	41	43	43
Kapitał obrotowy netto	12	16	15	17	19	18
Dług netto	-13	-23	-12	-5	-4	-3
Dług netto skor.	-13	-23	-12	-5	-4	-3
Dług netto/EBITDA (x)	-1.8	-2.6	-1.4	-0.6	-0.3	-0.2
Dług netto/kapitał własny (x)	-0.4	-0.6	-0.5	-0.2	-0.1	-0.1
ROE (%)	18%	15%	13%	20%	30%	32%
ROA (%)	9%	9%	8%	11%	17%	18%
Cykl konwersji gotówki (dni)	199	136	134	136	124	127
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	144	103	104	106	96	97
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	-55	-34	-31	-30	-28	-30

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przepływy z działalności operacyjnej	5	5	11	3	7	10
Zysk (strata) netto	25	13	7	5	7	8
Amortyzacja	5	2	2	2	2	2
Zmiany w kapitale obrotowym	-6	-5	1	1	-2	0
Zmiana zapasów	0	0	0	0	0	0
Zmiana należności handlowych	-5	-4	2	-1	-3	0
Zmiana zobowiązań handlowych	-1	-1	0	0	1	0
Pozostałe	-18	-5	0	-5	0	0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	29	14	-2	-1	-1	-4
CAPEX	-3	-1	-1	-1	-1	-2
Pozostałe	31	15	-1	0	0	-2
Przepływy z działalności finansowej	-25	-12	-19	-9	-7	-7
Zmiana zobowiązań oprocentowanych	-2	0	0	0	0	0
Wpływy z emisji akcji	0	0	0	0	0	0
Dywidenda/Skup akcji	-19	-10	-18	-8	-6	-6
Pozostałe	-4	-2	-1	-1	-1	-1
Przepływy pieniężne netto	9	7	-10	-7	-1	-1
Środki pieniężne na początek okresu	10	18	25	15	8	7
Środki pieniężne na koniec okresu	18	25	15	8	7	6

Źródło: Spółka, Trigon

TRIGON DOM MAKLESKI S.A.

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

+48 22 330 11 11
repcja@trigon.pl

[LinkedIn](#)
www.trigon.pl

CEE EQUITY RESEARCH

Grzegorz Kujawski Consumer, E-commerce, Financials	<i>Head of Research</i>	Dominik Niszczyński, CFA TMT, E-commerce	<i>Senior Analyst</i>
Maciej Marcinowski Strategy, Banks, Financials	<i>Deputy Head of Research</i>	David Sharma, CFA Construction, Real Estate, Building Materials	<i>Senior Analyst</i>
Grzegorz Balcerski, CFA Gaming, TMT	<i>Analyst</i>	Piotr Rychlicki	<i>Analyst</i>
Katarzyna Kosior, PhD Biotechnology	<i>Analyst</i>	Piotr Chodyra	<i>Analyst</i>
Michał Kozak Oil & Gas, Chemicals, Utilities	<i>Senior Analyst</i>	Volodymyr Shkurovat	<i>Analyst</i>

EQUITY SALES

Grzegorz Skowroński	<i>Managing Director</i>
----------------------------	--------------------------

SALES TRADING

Paweł Szczepański	<i>Head of Sales</i>	Paweł Czupryński	<i>Senior Sales Trader</i>
Michał Sopiński, CFA	<i>Deputy Head of Sales</i>	Hubert Kwiecień	<i>Sales Trader</i>

DISCLAIMER

Trigon Dom Maklerski S.A. | ul. Mogilska 65 | 31-545 Kraków | Sąd Rejonowy dla Krakowa-Śródmieścia w Krakowie XI Wydział Gospodarczy KRS | NIP 676-10-44-221 | KRS 0000033118. Trigon Dom Maklerski S.A. działa pod nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejsze opracowanie ma charakter promocyjny i zostało przygotowane przez zespół analityczny Trigon Dom Maklerski S.A. wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów "Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715). Przedstawione dane historyczne odnoszą się do przeszłości. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Trigon Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych, nie gwarantuje także dokładności ani kompletności opracowania, nie udziela również żadnego zapewnienia, że podane w opracowaniu twierdzenia dotyczące przyszłości sprawdzą się. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie lub wykorzystywanie w jakikolwiek inny sposób w części lub całości niniejszego opracowania wymaga uprzedniej pisemnej zgody Trigon Domu Maklerskiego S.A.

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 liczby 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

Cykł 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 – FABRITY HOLDING S.A.

KUPIUJ – 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 Niszczyk

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 wyceny wartości 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 model 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.

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.

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.

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 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

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 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.

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 otrzymał od Emitenta dywidendy.

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 jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy kapitałowej co Dom Maklerski, ani z opłatami za takie transakcje, które otrzymuje Dom Maklerski lub jakakolwiek 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 Dokumentcie 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 Dokumentcie 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: 09.05.2025 godz. 14:50

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia: 09.05.2025 godz. 15:00