

# XTB

## Powiew zmienności

Podnosimy naszą wycenę XTB o 16% do 24,4 PLN na akcję i podtrzymujemy rekomendację 'Kupuj', która oferuje 35% potencjału wzrostu w perspektywie 12 miesięcy. Przedstawiony przez zarząd cel akwizycji nowych klientów na 2022 rok oraz ujawnienia w ostatnim raporcie rocznym odnośnie struktury przychodów skłaniają nas do podniesienia naszych założeń wynikowych. Dodatkowo, rok 2022 rozpoczął się istotnym wzrostem zmienności, co dobrze rokuje na wyniki zarówno pierwszego kwartału, jak i całego 2022 roku. Uważamy, że w I kw.'22 spółka ma szansę osiągnąć ok. 110mln PLN zysku netto, a cały rok może zamknąć się zyskiem w okolicach 300mln PLN. Zaproponowana przez spółkę dywidenda w wysokości 1,5 PLN na akcję jest więc naszym zdaniem nie tylko do utrzymania, ale widzimy potencjał do jej wzrostu w kolejnych latach.

**Tempo wzrostu nie spowalnia.** Po bardzo dobrym 2021 roku, w którym celem spółki było pozyskiwanie co najmniej 35 tysięcy nowych klientów kwartalnie (faktycznie spółka pozyskała 189tys. klientów), wydawało nam się, że akwizycja klientów trochę spowolni. Tymczasem, zarząd na ostatniej konferencji wynikowej przedstawił cel pozyskiwania w 2022 roku co najmniej 40 tysięcy klientów kwartalnie. Nie mamy podstaw, żeby w to nie wierzyć i przyjmujemy 165 tysięcy na ten rok. Nadal zakładamy jednak ostrożnie, że takie tempo akwizycji klientów będzie trudne do utrzymania w dłuższym terminie i stopniowo je obniżamy w kolejnych latach. Nasz model implikuje, że przy zakładanej bazie klientowskiej akwizycja nowych klientów na poziomie ponad 60 tysięcy rocznie przyczynia się do wzrostu zdolności spółki do generowania powtarzalnych wyników, a poniżej by ją obniżała. Przyjmujemy więc, że po okresie szybszego wzrostu zysk netto spółki ustabilizuje się w okolicach 350mln PLN od 2026 roku. Takie podejście pozostawia sporo upsidu biorąc pod uwagę ostatnie osiągnięcia spółki.

**Guidance kosztowy ukrytym upsidem?** Utrzymanie wysokiego tempa akwizycji klientów nie będzie już takie tanie jak w 2021 roku, kiedy pandemiczny wzrost popularności inwestowania przyczynił się do obniżenia średniego kosztu pozyskania klienta. Spółka zapowiedziała na 2022 rok wzrost kosztów marketingu o 40% r/r, a łącznych kosztów operacyjnych o 1/3 r/r. Spółka podała więc punktowy guidance kosztowy, a cel akwizycji nowych klientów jest zamknięty tylko od dołu. Uważamy, że zarząd zdradza w ten sposób pewien upside po stronie przychodów i zostawił sobie poduszkę bezpieczeństwa. Tak duży wzrost kosztów w scenariuszu pozyskania „tylko” 160 tysięcy nowych klientów byłby dla nas szokujący. Zakładamy więc w naszym scenariuszu pozyskania 165 tysięcy nowych klientów w tym roku, że koszty operacyjne wzrosną o 25% r/r. Każde 10% wzrostu kosztów r/r to ok. 35mln PLN.

**Coraz stabilniejsze źródła przychodów.** W raporcie rocznym za 2021 rok spółka ujawniła, że jej przychody ze spreadów wyniosły 529mln PLN, ze swapów, prowizji i opłat 255mln PLN, a na market makingu straciła 147mln PLN. W przeliczeniu na lota oznacza to czwarty rok z rzędu wzrostu przychodów z powtarzalnych źródeł (spready, swapy, prowizje, opłaty) do 191 PLN/lot z 176 PLN/lot w 2020 roku. W naszych projekcjach na przyszłość posługujemy się jednak średnią za ostatnie cztery lata na poziomie 146 PLN/lot, co uznajemy za konserwatywne podejście. Przyjęcie zamiast średniej czteroletniej poziomu z ostatniego roku podniosłoby naszą wycenę DDM o ponad 50%. Na przychód na lota ma wpływ jednak struktura obrotu poszczególnymi kategoriami instrumentów CFD. Najwyżej marżowe są CFD na towary, a wzrost ich udziału w wolumenach był istotny w ostatnich dwóch latach. Przychody z market makingu stanowią w naszych prognozach 16% przychodów rocznie, czyli 27 PLN/lot.

mIn PLN	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody	239	798	626	806	795	818
EBITDA	72	523	286	381	365	394
EBIT	65	516	277	371	355	383
Zysk netto	58	402	238	300	288	311
EPS (PLN)	0,5	3,4	2,0	2,6	2,5	2,6
DPS (PLN)	0,17	0,24	1,79	1,50	1,92	1,84
P/E (x)	36,8	5,3	8,9	7,1	7,4	6,8
EV/EBITDA (x)	22,7	2,3	4,2	2,9	2,8	2,4
P/BV (x)	4,3	2,4	2,3	2,0	1,9	1,8
DY (%)	0,9%	1,3%	9,9%	8,3%	10,6%	10,2%

Źródło: dane spółki, Trigon DM

## Kupuj

(Poprzednia: Kupuj)

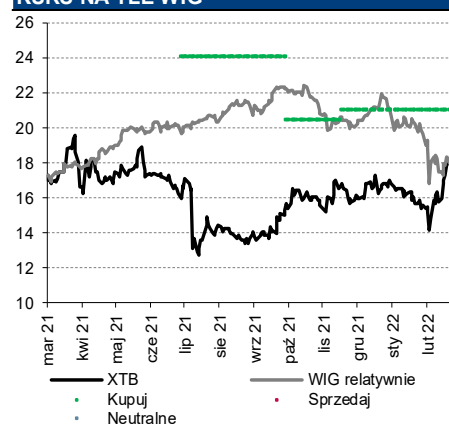
Cena docelowa: 24,4 PLN

Potencjał wzrostu: 35%

### DANE SPÓŁKI

Ticker	XTB		
Sektor	Finanse inne		
Kurs (PLN)	18,08		
52 tyg. min/max (PLN)	12 / 19,88		
Liczba akcji (mln szt.)	117,4		
Kapitalizacja (mln PLN)	2 122		
Free-float	33,0%		
Śr. obroty 3M (mln PLN)	4,12		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	17,7%	11,7%	4,2%

### KURS NA TLE WIG



### HISTORIA REKOMENDACJI

	Data	Wycena
Kupuj	08.12.2021	21,0
Kupuj	20.10.2021	20,5
Kupuj	19.07.2021	24,1

### AKCJONARIAT

	Udział %
XXZW Investment Group	67,0%

### WAŻNE DATY

Raport za I kw.'22	06.05.2022
Raport za II kw.'22	19.08.2022
Raport za III kw.'22	08.11.2022

### ANALITYK

Maciej Marcinowski  
maciej.marcinowski@trigon.pl

**XTB**

Bloomberg ticker

XTB PW

**Rekomendacja**

**Kupuj**

**Cena docelowa (PLN)**

**24,4**

**Kurs (PLN)**

**18,1**

**Potencjał wzrostu**

**35%**

Poprzednia rekomendacja

Kupuj

Poprzednia cena docelowa (PLN)

21,0

Liczba akcji (mln)

117,4

Kapitalizacja (mln PLN)

2 104

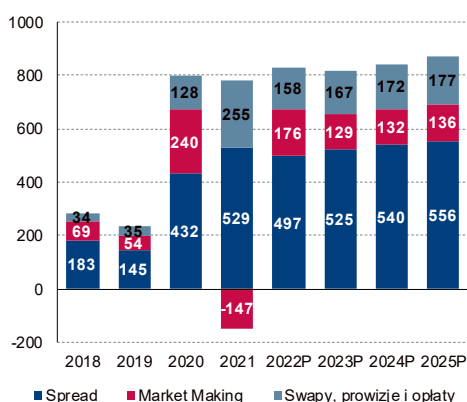
EV (mln PLN)

1 190

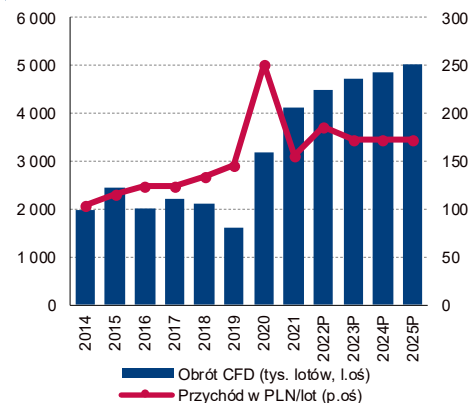
Maciej Marcinowski

maciej.marcinowski@trigon.pl

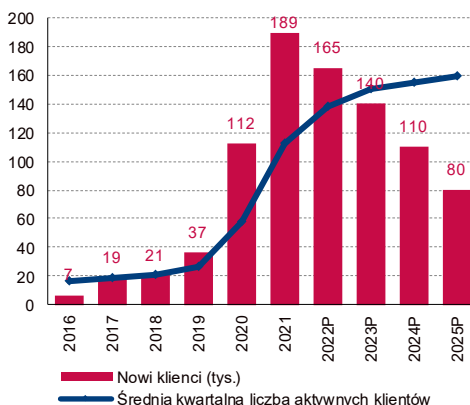
**Struktura przychodów w podziale na źródła [PLNm]**



**Wolumen obrotu CFD i rentowność na lata**



**Statystyki klientów spółki**



Wskaźniki rynkowe	2020	2021	2022P	2023P	2024P
P/E (x)	5,3	8,9	7,1	7,4	6,8
P/E skor. (x)	5,3	8,9	7,1	7,4	6,8
P/BV (x)	2,4	2,3	2,0	1,9	1,8
EV/EBITDA (x)	2,3	4,2	2,9	2,8	2,4
FCF Yield (%)	21,9%	9,0%	14,1%	13,5%	14,6%
DY (%)	1,3%	9,9%	8,3%	10,6%	10,2%

Wskaźniki finansowe	2020	2021	2022P	2023P	2024P
EPS (PLN)	3,4	2,0	2,6	2,5	2,6
EPS skor. (PLN)	3,4	2,0	2,6	2,5	2,6
DPS (PLN)	0,2	1,8	1,5	1,9	1,8
Współczynnik wypłaty dywidendy (%)		52%	74%	75%	75%
BVPS (PLN)	7,6	7,8	8,9	9,4	10,2
Liczba akcji (mln)	117,4	117,4	117,4	117,4	117,4
Kapitalizacja (mln PLN)	2 125	2 125	2 125	2 125	2 125
EV (mln PLN)	1 192	1 211	1 087	1 024	930

Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Przychody</b>	<b>798</b>	<b>626</b>	<b>806</b>	<b>795</b>	<b>818</b>
Koszty operacyjne	-282	-349	-435	-440	-434
<b>EBITDA</b>	<b>523</b>	<b>286</b>	<b>381</b>	<b>365</b>	<b>394</b>
Amortyzacja	-8	-9	-10	-10	-10
<b>EBIT</b>	<b>516</b>	<b>277</b>	<b>371</b>	<b>355</b>	<b>383</b>
Zysk brutto	499	290	371	355	384
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0
Zysk netto	402	238	300	288	311
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>402</b>	<b>238</b>	<b>300</b>	<b>288</b>	<b>311</b>

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>469,1</b>	<b>199,0</b>	<b>309,5</b>	<b>297,8</b>	<b>321,1</b>
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-384,2</b>	<b>54,9</b>	<b>-9,8</b>	<b>-10,1</b>	<b>-10,3</b>
CAPEX	-4,7	-8,0	-9,8	-10,1	-10,3
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-32,8</b>	<b>-216,2</b>	<b>-176,1</b>	<b>-224,8</b>	<b>-215,7</b>
Dywidenda/buy back	-28,2	-210,1	-176,1	-224,8	-215,7
FCF	464,5	191,0	299,8	287,6	310,7
Przepływy pieniężne netto	52,1	37,7	123,7	62,8	95,0

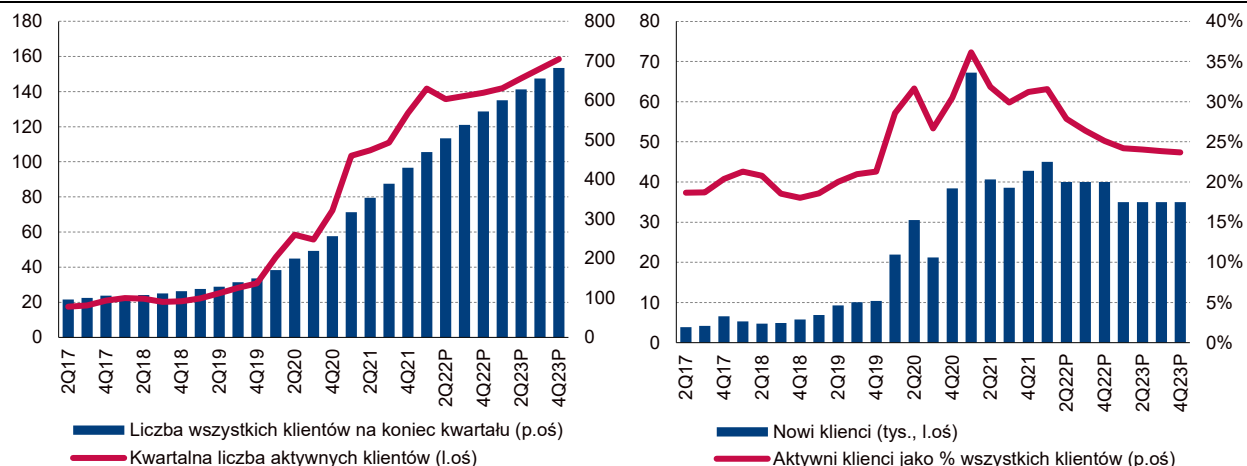
Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Aktywa</b>	<b>2 283,5</b>	<b>3 147,7</b>	<b>3 524,5</b>	<b>3 920,4</b>	<b>4 026,4</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	13,3	16,2	16,2	16,2	16,2
Wartości niematerialne i prawne	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Należności handlowe	1 288,9	2 137,0	2 390,1	2 723,1	2 734,2
Instrumenty dłużne	398,6	331,9	331,9	331,9	331,9
Gotówka	542,2	589,4	713,1	775,9	870,9
<b>Pasywa</b>	<b>2 283,5</b>	<b>3 147,7</b>	<b>3 524,5</b>	<b>3 920,4</b>	<b>4 026,4</b>
Kapitał własny	888,3	915,6	1 039,3	1 102,1	1 197,1
Kapitały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	1 299,9	2 138,2	2 391,3	2 724,3	2 735,4
Zobowiązania oprocentowane	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Dług netto	-932,2	-913,9	-1 037,6	-1 100,4	-1 194,4
Kapitał obrotowy netto	-11,0	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2

Wskaźniki operacyjne	2020	2021	2022P	2023P	2024P
wzrost sprzedaży (%)	-17%	233%	-22%	29%	-1%
wzrost kosztów (%)	1%	62%	24%	25%	1%
wzrost EPS (%)	-43%	597%	-41%	26%	-4%
marża EBITDA (%)	65,6%	45,7%	47,2%	45,9%	48,1%
marża EBIT (%)	64,7%	44,2%	46,0%	44,6%	46,9%
marża netto (%)	50,4%	38,0%	37,2%	36,2%	38,0%
ROE (%)	12,2%	58,3%	26,4%	30,7%	26,9%
ROA (%)	5,5%	23,5%	8,8%	9,0%	7,7%
Koszty/Przychody (%)	35%	56%	54%	55%	53%
Kapitał własny/aktywa (%)	39%	29%	29%	28%	30%
Dług netto/kapitał własny (x)	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Dług netto/EBITDA (x)	-1,8	-3,2	-2,7	-3,0	-3,0
Fundusze własne	409	529	660	722	796
Łączna ekspozycja na ryzyko	2563	2836	4120	5485	6313
Bufoy kapitałowe	69	75	0	0	0
Łączny współczynnik kapitałowy (%)	13%	16%	16%	13%	13%

Źródło: Spółka, Trigon DM

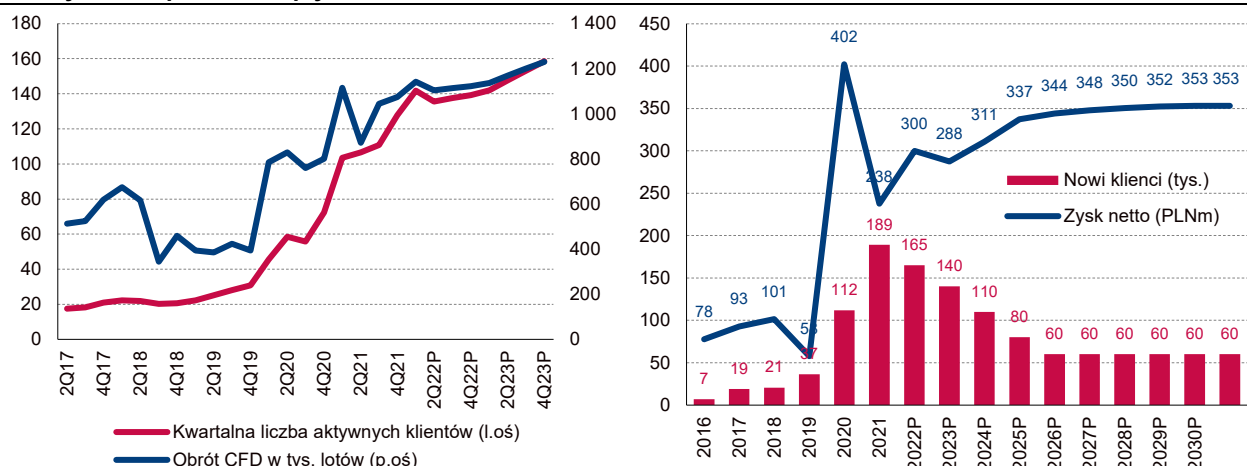
## Założenia operacyjne

Kluczowy dla wyników jest rozwój bazy klientów...



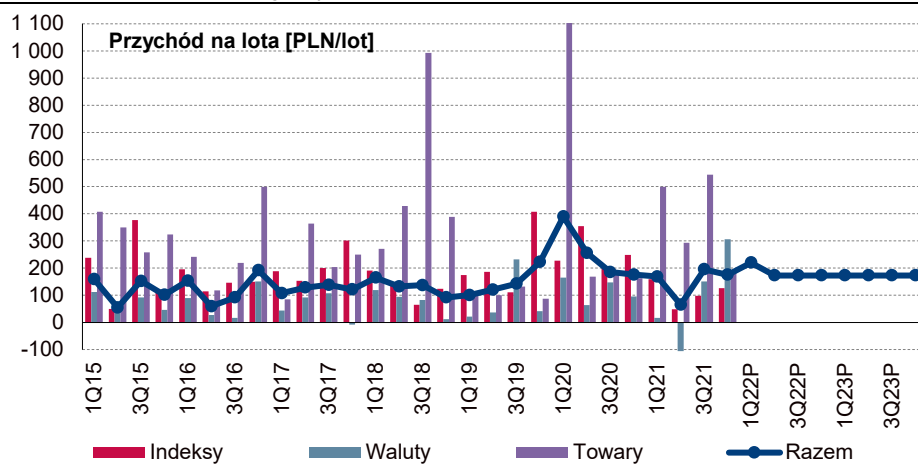
Źródło: XTB, Trigon DM

...który ma bezpośredni wpływ na wolumen obrotu

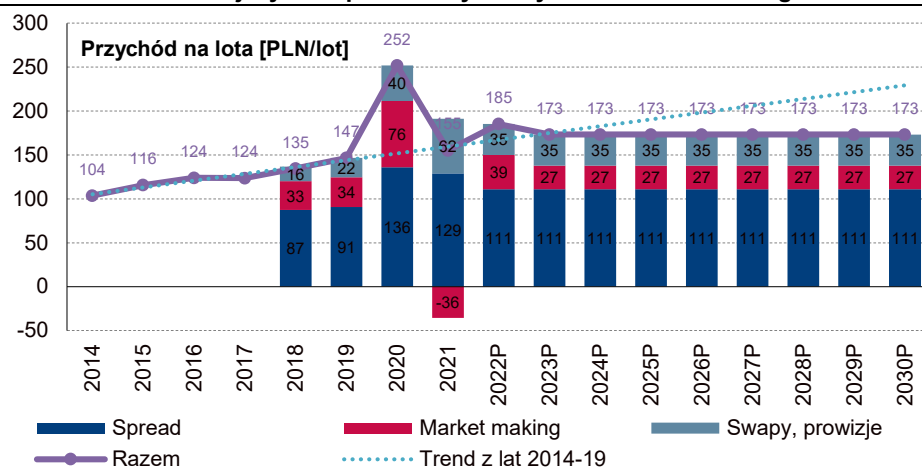


Źródło: XTB, Trigon DM

Oprócz wolumenów liczy się również rentowność obrotu...



Źródło: XTB, Trigon DM

**...która w coraz mniejszym stopniu zależy od wyniku z market makingu**


Źródło: XTB, Trigon DM

## Zmiana prognoz

**XTB: Zmiana prognoz rocznych wyników**

Zmiany prognoz mln PLN	2022P			2023P			2024P		
	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	806	585	38%	795	592	34%	818	599	37%
EBITDA	381	294	29%	365	306	19%	394	321	23%
EBIT	371	285	30%	355	297	19%	383	311	23%
Zysk netto	300	231	30%	288	241	19%	311	252	23%

Źródło: Trigon DM

## Wycena dochodowa

Jako metodę wyceny dochodowej stosujemy model zdyskontowanych dywidend (DDM). Uważamy, że dla spółki finansowej, działającej na regulowanym rynku metoda ta jest najlepsza, podobnie jak dla wyceny banków. Z uwagi na określone wymogi kapitałowe spółki takie nie mogą w pełni dysponować posiadaną gotówką, więc kluczowe jest to co może trafić z powrotem do akcjonariuszy w postaci dywidendy.

### Założenia do wyceny:

- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 4,0%,
- Premia za ryzyko 5,5% (spółka wchodzi w skład indeksu mWIG40),
- Beta nielewarowana na poziomie 1,2x,
- Podstawowe KPI:

	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Nowi klienci [tys.]	21	37	112	189	165	140	110	80	60	60	60	60	60	60
Klienci na koniec okresu [tys.]	117	149	256	429	572	682	758	799	814	829	843	856	869	880
Srednia kwartalna liczba aktywnych klientów [tys.]	21	27	58	112	139	150	155	159	161	164	167	170	172	175
Wolumen obrotu CFD [tys. lotów]	2 095	1 597	3 175	4 105	4 484	4 737	4 874	5 023	5 076	5 172	5 262	5 346	5 427	5 502
Rentowość obrotu CFD [PLN/lot]	135	147	252	155	185	173	173	173	173	173	173	173	173	173

### XTB: Wycena DDM

mIn PLN	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	>2031P
EPS	2,6	2,5	2,6	2,9	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
DPS	1,5	1,9	1,8	2,0	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	3,0
Stopa wypłaty dywidendy	74%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	100%
ROE	30,7%	26,9%	27,0%	27,0%	25,6%	24,2%	23,0%	21,8%	20,7%	19,7%	19,7%
Koszt kapitału	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Współczynnik Tier 1	13,2%	12,6%	14,1%	15,1%	16,4%	17,4%	18,4%	19,4%	20,4%	21,3%	
Kapitał nadwyżkowy ponad T1 14% (mIn PLN)	-46	-87	9	72	161	229	304	377	452	526	

Stopa wzrostu DPS (g)	0,0%
PV strumienia dywidend 2022-2031P	11,9
Wartość rezydualna dywidend	28,4
PV wartości rezydualnej dywidend	9,4
PV kapitału nadwyżkowego w 2031P na akcję	1,6
<b>Wartość wewnętrzna (1.01.2022)</b>	<b>23,0</b>
Miesiąc	3
Wartość wewnętrzna (obecnie)	23,6
<b>12M cena docelowa</b>	<b>26,1</b>

		Analiza wrażliwości wyceny				
		Stopa wolna od ryzyka				
Stopa wzrostu (g)		3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%
	-1,0%	27,6	26,2	25,0	24,0	23,0
	-0,5%	28,2	26,8	25,5	24,4	23,3
	0,0%	28,9	27,4	26,1	24,9	23,7
	0,5%	29,7	28,1	26,6	25,4	24,2
	1,0%	30,5	28,8	27,3	25,9	24,7

Źródło: Trigon DM

W wycenie zakładamy stopę wypłaty dywidendy na poziomie 75% w okresie szczegółowej prognozy 2022-31. Spółka musi utrzymywać współczynnik wypłacalności na minimum 8%, a do wypłaty 75% dywidendy wystarczy wykazać poziom 14% na koniec roku. Spółka może swobodnie sterować poziomem współczynnika kapitałowego ograniczając ekspozycję na ryzyko poprzez hedging w zewnętrznych instytucjach. W okresie rezydualnym zerujemy wzrost spółki (g=0%), co pozwala założyć 100% dywidendy po okresie prognozy (wymóg to 14% Tier 1 na koniec każdego kwartału). Wygenerowany kapitał nadwyżkowy ponad Tier 1 14% jest dyskontowany i dodawany do wyceny.

## Wycena porównawcza

Na giełdzie w Londynie notowanych jest trzech bliskich konkurentów XTB i do tych spółek ograniczamy naszą analizę porównawczą. Do wyceny porównawczej wykorzystujemy dwa zestawy wskaźników:

- 1) Wycena na podstawie mediany wskaźnika P/E dla lat 2022-24P.
- 2) Wycena na podstawie mediany wskaźnika EV/EBITDA dla lat 2022-24P.

Ostateczna wycena porównawcza jest średnią z dwóch powyższych metod. Każdej z nich przypisujemy równą wagę 50%

### Wskaźniki spółek z grupy porównawczej

Spółka	Kapitalizacja (mln EUR)	P/E			EV/EBITDA			DY		
		2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
CMC Markets PLC	811	10,6	9,7	-	5,7	5,2	-	4,7%	5,2%	-
Plus500 Ltd	1 510	8,6	7,2	6,8	4,7	3,9	3,8	6,6%	4,7%	5,6%
IG Group Holdings PLC	3 930	9,1	9,1	8,7	5,3	5,1	4,7	5,4%	6,4%	6,9%
<b>Mediana</b>		<b>9,1</b>	<b>9,1</b>	<b>7,8</b>	<b>5,3</b>	<b>5,1</b>	<b>4,3</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,2%</b>	<b>6,3%</b>
<b>XTB</b>	<b>401</b>	<b>7,1</b>	<b>7,4</b>	<b>6,8</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>8,3%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,2%</b>
Premia/dyskonto		-22%	-19%	-12%	-40%	-35%	-28%	55%	106%	62%

Źródło: Bloomberg, Trigon DM

Wskaźniki dla XTB są przyjęte zgodnie z naszymi projekcjami. Wartości wskaźników wszystkich spółek z grupy porównawczej przedstawiają konsensus Bloomberg. Nie dokonywaliśmy korekty o zdarzenia jednorazowe.

### XTB: Podsumowanie wyceny porównawczej

	2022P	2023P	2024P	Średnia
P/E	23,2	22,4	20,6	<b>22,1</b>
EV/EBITDA	25,0	23,6	22,1	<b>23,6</b>
<b>Średnia</b>	<b>24,1</b>	<b>23,0</b>	<b>21,3</b>	<b>22,8</b>

Źródło: Bloomberg, Trigon DM

## Podsumowanie wycen

### XTB: Podsumowanie wyceny

Metoda	Wycena (PLN)	Waga
DDM	26,1	50%
Porównawcza	22,8	50%
<b>12M cena docelowa</b>	<b>24,4</b>	
Potencjał wzrostu	35%	

Źródło: Trigon DM

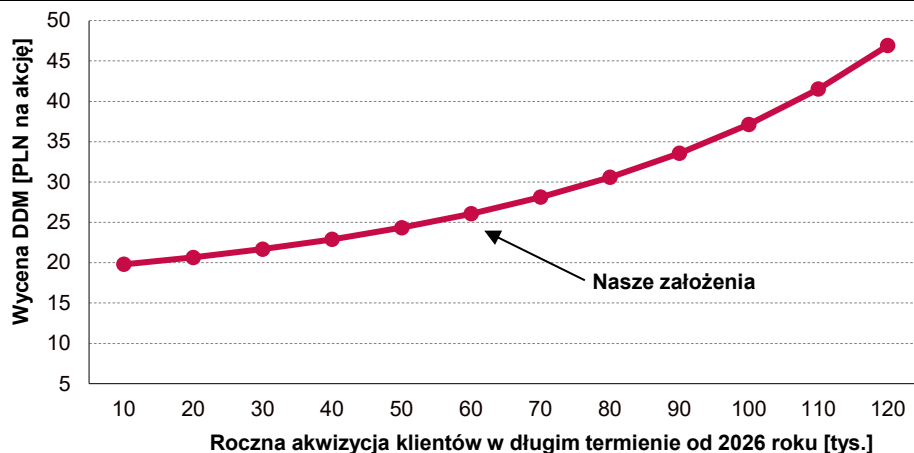
### Porównanie wskaźników XTB przy obecnym kursie i na naszej cenie docelowej

	P/E			EV/EBITDA			DY		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
<b>Wskaźniki bazujące na cenie bieżącej</b>									
	7,1	7,4	6,8	2,9	2,8	2,4	8,3%	10,6%	10,2%
<b>Wskaźniki bazujące na cenie docelowej</b>									
	9,6	10,0	9,2	4,8	4,8	4,2	6,1%	7,8%	7,5%

Źródło: Trigon DM

## Analiza wrażliwości

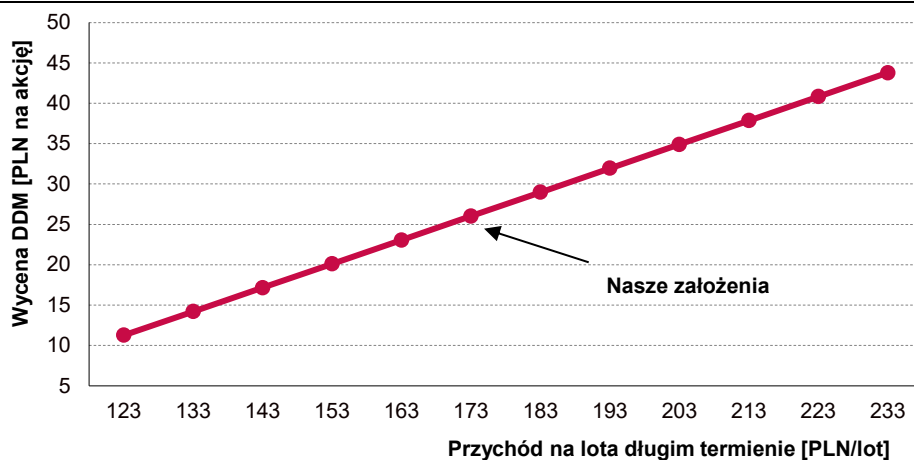
### Wrażliwość wyceny DDM na poziom akwizycji klientów



Źródło: Trigon DM

Spadek poziomu akwizycji nowych klientów w kierunku zera ma coraz mniejszy negatywny wpływ na wycenę. Wynika to z faktu, iż zmienną egzogeniczną jest zakładana roczna akwizycja nowych klientów w długim terminie (od 2026 roku), a założenia na lata 2022-25 są niezmiennie. W związku z tym wartość bieżąca dywidend z zysków za lata 2021-25 oraz baza klientów wypracowana przez te lata stabilizuje powyższą wrażliwość wyceny w jej dolnych przedziałach.

### Wrażliwość wyceny DDM na poziom przychodu na lota



Źródło: Trigon DM

Powyżej przedstawiamy wrażliwość naszej wyceny DDM na zakładany średni poziom rentowności na lota, przy innych warunkach nie zmienionych. Każda zmiana o 10 PLN/lot zmienia wycenę o ok. 2,9 PLN na akcję.

**Rachunek wyników (mln PLN)**

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Przychody</b>	<b>239,3</b>	<b>797,8</b>	<b>625,6</b>	<b>806,2</b>	<b>794,9</b>	<b>817,5</b>
<b>Koszty operacyjne</b>	<b>-173,9</b>	<b>-282,0</b>	<b>-348,8</b>	<b>-435,3</b>	<b>-440,2</b>	<b>-434,4</b>
Wynagrodzenia i świadczenia pracownicze	-86,0	-119,1	-131,3	-152,8	-164,1	-169,0
Marketing	-37,7	-87,7	-120,1	-167,5	-152,0	-138,4
Koszty prowizji	-8,3	-22,5	-36,2	-44,0	-47,7	-49,1
Pozostałe usługi obce	-24,6	-29,4	-38,4	-45,1	-49,3	-50,3
Amortyzacja	-6,8	-7,8	-8,9	-9,8	-10,1	-10,3
Pozostałe	-10,4	-15,4	-13,9	-16,1	-16,9	-17,3
<b>EBITDA</b>	<b>72,2</b>	<b>523,5</b>	<b>285,7</b>	<b>380,6</b>	<b>364,8</b>	<b>393,5</b>
<b>EBIT</b>	<b>65,4</b>	<b>515,7</b>	<b>276,8</b>	<b>370,9</b>	<b>354,7</b>	<b>383,2</b>
Wynik na działalności finansowej	4,0	-17,0	13,6	0,4	0,4	0,4
<b>Zysk brutto</b>	<b>69,4</b>	<b>498,7</b>	<b>290,5</b>	<b>371,3</b>	<b>355,1</b>	<b>383,6</b>
Podatek dochodowy	-11,7	-96,6	-52,6	-71,5	-67,5	-72,9
Zysk mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>57,7</b>	<b>402,1</b>	<b>237,8</b>	<b>299,8</b>	<b>287,6</b>	<b>310,7</b>
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>57,7</b>	<b>402,1</b>	<b>237,8</b>	<b>299,8</b>	<b>287,6</b>	<b>310,7</b>

marża EBITDA	30,2%	65,6%	45,7%	47,2%	45,9%	48,1%
marża EBIT	27,3%	64,7%	44,2%	46,0%	44,6%	46,9%
marża netto	24,1%	50,4%	38,0%	37,2%	36,2%	38,0%

zmiana przychodów r./r.	-17%	233%	-22%	29%	-1%	3%
zmiana kosztów r./r.	1%	62%	24%	25%	1%	-1%
zmiana EBITDA r./r.	-40%	625%	-45%	33%	-4%	8%
zmiana EBIT r./r.	-44%	688%	-46%	34%	-4%	8%
zmiana zysku netto r./r.	-43%	597%	-41%	26%	-4%	8%

	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22P
<b>Przychody</b>	<b>140,0</b>	<b>186,7</b>	<b>55,3</b>	<b>200,0</b>	<b>183,6</b>	<b>245,3</b>
<b>Koszty operacyjne</b>	<b>-83,6</b>	<b>-86,9</b>	<b>-76,4</b>	<b>-84,8</b>	<b>-100,7</b>	<b>-107,8</b>
Wynagrodzenia i świadczenia pracownicze	-28,1	-30,9	-27,8	-37,2	-35,4	-39,2
Marketing	-30,9	-33,1	-25,1	-24,8	-37,2	-40,8
Podatki i opłaty	-6,5	-9,7	-8,1	-8,6	-9,8	-11,3
Pozostałe usługi obce	-9,2	-8,7	-10,2	-8,2	-11,3	-10,6
Amortyzacja	-2,1	-2,0	-2,4	-2,3	-2,3	-2,3
Pozostałe	-6,9	-2,6	-2,9	-3,7	-4,7	-3,6
<b>EBITDA</b>	<b>58,5</b>	<b>101,7</b>	<b>-18,7</b>	<b>117,5</b>	<b>85,2</b>	<b>139,8</b>
<b>EBITDA skor.</b>	<b>58,5</b>	<b>101,7</b>	<b>-18,7</b>	<b>117,5</b>	<b>85,2</b>	<b>139,8</b>
<b>EBIT</b>	<b>56,3</b>	<b>99,8</b>	<b>-21,1</b>	<b>115,3</b>	<b>82,9</b>	<b>137,5</b>
Wynik na działalności finansowej	0,7	8,2	-8,9	12,9	1,4	0,1
<b>Zysk brutto</b>	<b>57,1</b>	<b>108,0</b>	<b>-29,9</b>	<b>128,2</b>	<b>84,2</b>	<b>137,6</b>
Podatek dochodowy	-16,8	-18,9	5,9	-23,9	-15,7	-26,1
Zysk mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>40,2</b>	<b>89,1</b>	<b>-24,0</b>	<b>104,3</b>	<b>68,5</b>	<b>111,4</b>
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>40,2</b>	<b>89,1</b>	<b>-24,0</b>	<b>104,3</b>	<b>68,5</b>	<b>111,4</b>

marża EBITDA	41,8%	54,5%	-	58,8%	46,4%	57,0%
marża EBIT	40,3%	53,5%	-	57,6%	45,1%	56,0%
marża netto	28,7%	47,7%	-	52,1%	37,3%	45,4%

zmiana przychodów r./r.	56,3%	-39,1%	-73,9%	43,3%	31,2%	31,4%
zmiana kosztów r./r.	76,7%	19,8%	16,2%	41,0%	20,4%	24,1%
zmiana EBITDA r./r.	32,9%	-56,9%	-	44,5%	45,7%	37,4%
zmiana EBIT r./r.	33,4%	-57,4%	-	45,0%	47,0%	37,7%
zmiana zysku netto r./r.	8,6%	-49,4%	-	52,5%	70,3%	25,1%

Źródło: Spółka, Trigon DM



**Bilans (mln PLN)**

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>14,8</b>	<b>13,9</b>	<b>16,8</b>	<b>16,8</b>	<b>16,8</b>	<b>16,8</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	14,2	13,3	16,2	16,2	16,2	16,2
Wartości niematerialne i prawne	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>1 124,1</b>	<b>2 269,6</b>	<b>3 131,0</b>	<b>3 507,8</b>	<b>3 903,6</b>	<b>4 009,6</b>
Instrumenty dłużne	14,9	398,6	331,9	331,9	331,9	331,9
Należności handlowe	600,9	1 288,9	2 137,0	2 390,1	2 723,1	2 734,2
Pozostałe	24,0	39,9	72,6	72,6	72,6	72,6
Gotówka	484,4	542,2	589,4	713,1	775,9	870,9
<b>Aktywa</b>	<b>1 138,9</b>	<b>2 283,5</b>	<b>3 147,7</b>	<b>3 524,5</b>	<b>3 920,4</b>	<b>4 026,4</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>490,7</b>	<b>888,3</b>	<b>915,6</b>	<b>1 039,3</b>	<b>1 102,1</b>	<b>1 197,1</b>
Kapitał zakładowy	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
Pozostałe	427,2	480,3	671,9	733,6	808,6	880,5
Zysk (strata) netto	57,7	402,1	237,8	299,8	287,6	310,7
<b>Kapitały mniejszości</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>10,8</b>	<b>8,7</b>	<b>7,4</b>	<b>7,4</b>	<b>7,4</b>	<b>7,4</b>
Zobowiązania oprocentowane	10,8	8,7	7,4	7,4	7,4	7,4
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>637,4</b>	<b>1 386,6</b>	<b>2 224,7</b>	<b>2 477,8</b>	<b>2 810,9</b>	<b>2 821,9</b>
Zobowiązania oprocentowane	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Zobowiązania handlowe	597,3	1 299,9	2 138,2	2 391,3	2 724,3	2 735,4
Pozostałe	40,1	86,7	86,5	86,5	86,5	85,5
<b>Pasywa</b>	<b>1 138,9</b>	<b>2 283,5</b>	<b>3 147,7</b>	<b>3 524,5</b>	<b>3 920,4</b>	<b>4 026,4</b>
Kapitał obrotowy netto	3,6	-11,0	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Dług netto	-488,5	-932,2	-913,9	-1 037,6	-1 100,4	-1 194,4
Dług netto skor.	-488,5	-932,2	-913,9	-1 037,6	-1 100,4	-1 194,4
Dług netto/EBITDA (x)	-6,8	-1,8	-3,2	-2,7	-3,0	-3,0
Dług netto/kapitał własny (x)	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
ROE (%)	12%	58%	26%	31%	27%	27%
ROA (%)	5%	23%	9%	9%	8%	8%
Fundusze własne	409	529	660	722	796	891
Łączna ekspozycja na ryzyko	2563	2836	4120	5485	6313	6307
Bufory kapitałowe	69	75	0	0	0	0
Łączny współczynnik kapitałowy (%)	13%	16%	16%	13%	13%	14%

**Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)**

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>60,6</b>	<b>469,1</b>	<b>199,0</b>	<b>309,5</b>	<b>297,8</b>	<b>321,1</b>
Zysk (strata) netto	57,7	402,1	237,8	299,8	287,6	310,7
Amortyzacja	6,8	7,8	8,9	9,8	10,1	10,3
Zmiany w kapitale obrotowym	19,0	66,7	54,0	55,2	40,7	0,3
Zmiana należności handlowych	-106,9	-562,8	-753,3	-181,4	-272,2	-10,1
Zmiana zobowiązań handlowych	126,0	629,5	807,2	236,5	312,8	10,4
Pozostałe	-22,9	-7,4	-101,7	-55,2	-40,7	-0,3
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-18,1</b>	<b>-384,2</b>	<b>54,9</b>	<b>-9,8</b>	<b>-10,1</b>	<b>-10,3</b>
CAPEX	-3,3	-4,7	-8,0	-9,8	-10,1	-10,3
Pozostałe	-14,8	-379,5	62,9	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-24,9</b>	<b>-32,8</b>	<b>-216,2</b>	<b>-176,1</b>	<b>-224,8</b>	<b>-215,7</b>
Zmiana zobowiązań oprocentowanych	0,0	-2,1	-1,2	0,0	0,0	0,0
Wpływy z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	-20,0	-28,2	-210,1	-176,1	-224,8	-215,7
Pozostałe	-4,9	-2,6	-4,8	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>17,5</b>	<b>52,1</b>	<b>37,7</b>	<b>123,7</b>	<b>62,8</b>	<b>95,0</b>
Środki pieniężne na początek okresu	468,0	484,4	542,2	589,4	713,1	775,9
Środki pieniężne na koniec okresu	484,4	542,2	589,4	713,1	775,9	870,9

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

http://www.trigon.pl | E: recepcja@trigon.pl

### Research:

**Grzegorz Kujawski**, Head of Research

*Konsument, Finanse*

**Maciej Marcinowski**, Deputy Head of Research

*Strategia, Banki, Finanse*

**Kacper Koproń**

*Gaming, TMT*

**Katarzyna Kosiorek**

*Biotechnologia*

**Michał Kozak**

*Paliwa, Chemia, Energetyka*

**Dominik Niszcz**

*TMT*

**Łukasz Rudnik**

*Przemysł, Wydobycie*

**David Sharma**

*Budownictwo, Deweloperzy*

### Sales:

**Paweł Szczepański**, Head of Sales

**Paweł Czupryński**

**Sebastian Kosakowski**

**Michał Sopiński**

**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 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 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

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

rentowność zysku brutto na sprzedaży - 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

**Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski**

Emitent – X-Trade Brokers S.A.

KUPUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 10%

TRZYMAJ – w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 10%

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 (data wskazana na wstępie dokumentu) 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 sporządziła: Maciej Marciniowski

**Stosowane metody wyceny**

Dom Maklerski stosuje zwykle dwie metody wyceny: model DCF - zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodę wskaźnikową, a więc zestawienie podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych. Opcjonalnie może być wykorzystywany model zdyskontowanych dywidend.

Wadą metod opartych na zdyskontowanych przepływach jest wysoka wrażliwość na przyjęte założenia. Zaletą tych metod jest brak zależności z bieżącą wyceną rynkową spółki. Z kolei wadą metody wskaźnikowej jest ryzyko, że w danej chwili wycena rynkowa porównywalnych spółek może nie odzwierciedlać prawidłowo ich rzeczywistej wartości. Jej zaletą jest to, że pokazuje ona wycenę rynkową spółki uzyskaną w oparciu o rynkowe wyceny spółek porównywalnych.

Jako podstawy wyceny lub metody oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto model zdyskontowanych dywidend.

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.

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 Dokumentcie 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 Dokumentcie.

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 Dokumentcie 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 Dokumentcie 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.

Pomiędzy 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. Na datę sporządzenia Dokumentu Dom Maklerski nie posiada akcji Emitenta. 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. Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy otrzymał od Emitenta dywidendę. Członkowie władz Emitenta 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 Emitenta, 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 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. Dom Maklerski pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcję animatora 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. Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Ponadto Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług. 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.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji oraz realizację ogólnej polityki zarządzania konfliktami interesów Domu Maklerskiego. W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Pracownicy Domu Maklerskiego biorący udział w sporządzaniu rekomendacji i) 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, ii) nie otrzymują ani nie kupują akcji emitenta przed ofertą publiczną.

Szczegółowe informacje odnośnie polityki zarządzania konfliktem interesów znajdują się na stronie [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl).

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.

Data podana na pierwszej stronie niniejszego dokumentu jest datą jego sporządzenia i przekazania do wiadomości odbiorców. 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.doakcji.trigon.pl](http://www.doakcji.trigon.pl), [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 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 ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data sporządzenia: 17 marca 2022 r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 21 marca 2022 r. godz.: 8:00