

Comp

Kolejne projekty po fiskalizacji online

Podnosimy naszą cenę docelową z 62 PLN do 69 PLN po uwzględnieniu w prognozach lepszych perspektyw w segmencie rynku detalicznego w kolejnych latach i podtrzymujemy rekomendację KUPUJ. Po oczekiwanych rekordowym roku 2021, z szansą na przekroczenie prognozy zarządu zakładającej 120mln PLN EBITDA, zakładamy kontynuację dobrych wyników w segmencie IT oraz powrót do średnich wyników sprzed obecnego etapu fiskalizacji w biznesie detalicznym. Potencjalne sukcesy projektów spółki takich jak M/platform, fiskalizacja w Kenii oraz większa niż zakładana sprzedaż urzędów fiskalnych z funkcją obsługi płatności stanowią dodatkowy upside do naszych prognoz.

Kumulacja sprzedaży w ramach fiskalizacji. Pierwsze półrocze 2021 będzie dla spółki rekordowe w związku z finalizacją okresu zakupowego przez kolejne grupy podlegające fiskalizacji. Dzięki mocnej pozycji wśród mniejszych klientów (w przeciwieństwie do Posnetu silniejszego w dużych sieciach) Comp powinien utrzymać wysoki udział w rynku. Rynek urzędów w drugiej grupie podlegającej fiskalizacji online z końcem 4Q20 spółka szacowała na około 115 tys., natomiast ostatnia grupa przypadająca na 2Q21 jest szacowana na 215 tys. urzędów. Oprócz grup, którą muszą wymienić urzędnicy do końca czerwca (lekarze, fryzjerzy, prawnicy, usługi budowlane) liczymy na dodatkowe zakupy kas z branży HoReCa, od podmiotów uruchamiających lub wznowiających działalność dopiero przed sezonem letnim.

Rekordowe przepływy operacyjne. W 2020 roku Comp wygenerował przepływy operacyjne w wysokości 105mln PLN, ponad dwukrotnie więcej niż łącznie w latach 2016-2019. Sądymy, że kolejne dwa lata będą również bardzo dobre (średnio ponad 90mln PLN rocznie), dzięki wysokiemu wynikowi EBITDA w 2021 i zmniejszeniu kapitału pracującego w 2022. Nasza prognoza zakłada spadek długu netto do 100mln PLN w 2021 vs. prognoza spółki 120mln PLN, ale nie uwzględniamy ewentualnej dystrybucji dla akcjonariuszy - widzimy potencjał do buybacku.

Projekt w Kenii. W bieżącym roku rozpocznie się projekt fiskalizacji online w Kenii, gdzie rynek szacowany jest na około 600 tys. urzędów, a grupa jest wśród liderów jeśli chodzi o procesy homologacji urzędów. Fiskalizacja odbędzie się na bazie urzędów a nie rozwiązań software, a handel tradycyjny ma znaczny udział w rynku - uwarunkowania wspierające pozycję Comp.

Relatywnie słabe zachowanie kursu na tle WIG-Informatyka. Comp jako jedyny z 21 uczestników indeksu WIG-Informatyka przyniósł w ostatnich 12 miesiącach ujemną stopę zwrotu co uznajemy za nieuzasadnione. W ciągu roku spółka zmniejszyła zadłużenie o prawie 70mln PLN, perspektywy wyników segmentu detalicznego nie pogorszyły się mimo pandemii, a segment IT zaskoczył pozytywnie przy nadal mocnym backlogu na rok 2021.

Prognozy finansowe. Zakładamy, że w 2021 roku segment detaliczny poprawi wynik EBITDA o 79% r/r do 101 mln PLN, segment IT wzrośnie o 2% do 45mln PLN, a nieprzypisane do segmentów koszty wyniosą 22mln PLN (+1mln PLN r/r). Prognoza spółki w wysokości 120mln na poziomie EBITDA wygląda naszym zdaniem dość bezpiecznie. W 2022 zakładamy konserwatywnie spadek wyników w stronę poziomów generowanych przed obecnym peakiem fiskalnym, ale widzimy potencjał do przekroczenia naszych prognoz w przypadku sukcesu M/platform, mocniejszego niż oczekujemy wzrostu sprzedaży eksportowej czy większego popytu na rozwiązania kasoterminalowe, także w modelu subskrypcyjnym.

Wycena: Do wyznaczenia ceny docelowej Comp używamy w 100% metody DCF, która implikuje 69 PLN na akcję (poprzednio 62 PLN). Nadal podchodzimy konserwatywnie do M/Platform, gdzie zakładamy 3mln PLN straty w 2021 i 4mln PLN EBITDA w 2022 roku. Podnosimy nieznacznie prognozy na 2022 (EBITDA o 6% do 81mln PLN a zysk netto o 17% do 22mln PLN) biorąc pod uwagę bardziej optymistyczne podejście do rynku kas fiskalnych oraz nowych rozwiązań proponowanych przez spółkę obejmujących infrastrukturę dla płatności.

mIn PLN	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	677,9	730,5	720,9	895,2	736,1	738,9
EBITDA	69,2	92,7	77,2	120,8	80,7	83,2
EBIT	42,4	54,2	33,8	74,6	34,7	37,5
Zysk netto	56,8	18,6	15,2	63,5	22,3	25,6
EPS (PLN)	11,9	3,9	3,2	13,3	4,7	5,4
P/E (x)	4,6	14,2	17,3	4,1	11,8	10,3
EV/EBITDA (x)	6,7	5,6	5,8	3,3	4,5	4,1
P/BV (x)	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,6%	3,6%

Źródło: dane spółki, Trigon DM

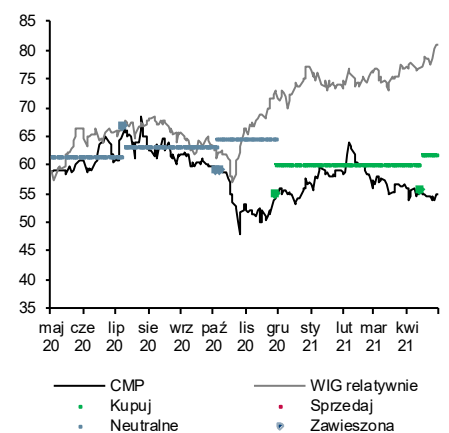
Kupuj
Poprzednia: Kupuj

Cena docelowa: 69 PLN
Potencjał wzrostu: +25%

DANE SPÓŁKI

Ticker	CMP		
Sektor	IT		
Kurs (PLN)	55,00		
52 tyg. min/max (PLN)	47,3 / 73		
Liczba akcji (mln szt.)	4,8		
Kapitalizacja (mln PLN)	263		
Free-float	39,6%		
Śr. obroty 3M (mln PLN)	0,26		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-3,5%	-6,8%	-7,1%

KURS NA TLE WIG



HISTORIA REKOMENDACJI

	Data	Wycena
Kupuj	26.04.2021	62,00
Kupuj	10.12.2020	60,00
Trzy maj	20.10.2020	64,50
Trzy maj	15.10.2020	64,50
Trzy maj	20.07.2020	63,20
Trzy maj	27.04.2020	61,60
Trzy maj	06.12.2019	65,10

AKCJONARIAT

	Udział %
Comp S.A. wraz z jednostkami zależnymi	19,2%
MetLife OFE	16,2%
NN OFE	9,5%
Robert Tomaszewski	5,1%
Jacek Papaj	5,0%

WAŻNE DATY

Raport I kw. '21	21.05.2021
Raport II kw. '21	31.08.2021

ANALITYK

Dominik Niszcz
+48 (22) 4338 390
dominik.niszcz@trigon.pl

Comp

Bloomberg ticker

CMP PW

Rekomendacja

Kupuj

Cena docelowa (PLN)

69,0

Kurs (PLN)

55,00

Potencjał wzrostu

25,5%

Poprzednia rekomendacja

Kupuj

Poprzednia cena docelowa (PLN)

62,0

Liczba akcji (mln)

4,8

Kapitalizacja (mln PLN)

263

EV (mln PLN)

393

Dominik Niszcz

+48 (22) 4338 390

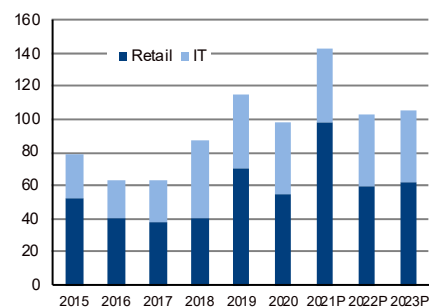
dominik.niszcz@trigon.pl

Udział w rynku urzędzeń fiskalnych w Polsce

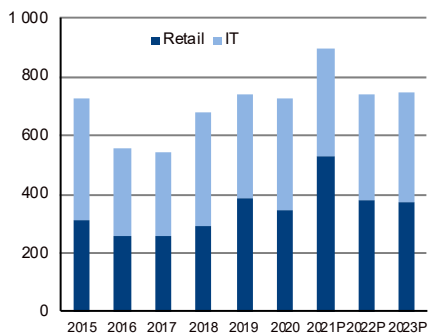


■ Posnet ■ Novitus ■ Elzab ■ Other

EBITDA w poszczególnych segmentach



Dywersyfikacja przychodów



Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021P	2022P	2023P
P/E (x)	14,2	17,3	4,1	11,8	10,3
P/E skor. (x)	14,2	17,3	5,4	11,8	10,3
P/BV (x)	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA (x)	5,6	5,8	3,3	4,5	4,1
EV/EBITDA skor. (x)	5,6	5,8	3,3	4,5	4,1
EV/Sprzedaż (x)	0,7	0,6	0,4	0,5	0,4
FCF Yield (%)	-12,1%	15,2%	16,4%	15,6%	13,6%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	3,6%	3,6%

Wskaźniki finansowe	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EPS (PLN)	3,9	3,2	13,3	4,7	5,4
EPS skor. (PLN)	3,9	3,2	10,1	4,7	5,4
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	2,0	2,0
BVPS (PLN)	110,0	107,0	120,3	123,0	126,3
Liczba akcji (mln)	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8
Kapitalizacja (mln PLN)	263	263	263	263	263
EV (mln PLN)	521	450	393	362	341

Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	731	721	895	736	739
Koszt własny sprzedaży	502	506	615	516	515
Zysk brutto ze sprzedaży	229	215	280	220	224
EBITDA	93	77	121	81	83
EBITDA skor.	93	77	121	81	83
Amortyzacja	39	43	46	46	46
EBIT	54	34	75	35	37
Zysk brutto	39	26	67	29	33
Zysk mniejszości	0	-2	3	1	1
Zysk netto	19	15	64	22	26
Zysk netto skor.	19	15	49	22	26

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przepływy z działalności operacyjnej	7	105	97	90	80
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-23	-32	-16	-32	-32
CAPEX	-70	-36	-32	-33	-33
Przepływy z działalności finansowej	15	-79	-40	-46	-25
Dywidenda	0	0	0	-10	-10
FCF	-63	68	65	57	46
Przepływy pieniężne netto	-1	-6	40	11	22

Bilans (mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Aktywa	1 043	996	1 024	1 003	1 023
Rzeczowe aktywa trwałe	90	71	71	71	70
Wartość firmy	273	273	273	273	273
Wartości niematerialne i prawne	456	474	472	469	467
Gotówka	53	47	87	98	120
Pasywa	1 043	996	1 024	1 003	1 023
Kapitał własny	526	512	575	588	604
Kapitały mniejszości	30	27	30	31	32
Zobowiązania oprocentowane	281	207	187	167	167
Dług netto skor.	228	160	100	69	47
Kapitał obrotowy netto	219	138	162	132	129

Wskaźniki operacyjne	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wzrost sprzedaży (%)	8%	-1%	24%	-18%	0%
wzrost EPS skor. (%)	1%	-18%	219%	-54%	15%
marża brutto na sprzedaży (%)	31,3%	29,8%	31,3%	29,9%	30,3%
marża EBITDA skor. (%)	12,7%	10,7%	13,5%	11,0%	11,3%
marża EBIT (%)	7,4%	4,7%	8,3%	4,7%	5,1%
marża netto skor. (%)	2,5%	2,1%	5,4%	3,0%	3,5%
ROE (%)	3,6%	2,9%	8,9%	3,8%	4,3%
ROA (%)	1,9%	1,5%	4,8%	2,2%	2,5%
CAPEX/Sprzedaż (%)	9,6%	5,0%	3,6%	4,5%	4,5%
CAPEX/Amortyzacja (x)	1,8	0,8	0,7	0,7	0,7
Dług netto/kapitał własny (x)	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1
Dług netto/EBITDA (x)	2,5	2,1	0,8	0,8	0,6

Cykl konwersji gotówki (dni)	88	82	59	68	58
Cykl rotacji zapasów (dni)	62	65	46	55	52
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	113	110	80	83	78
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	87	93	67	70	72

Źródło: Spółka, Trigon DM

Wyniki za 4Q'20

- W **segmencie detalicznym** przychody spadły o 23% r/r, a EBITDA o 36% r/r. W **IT** przychody wyższe o 45% r/r, EBITDA wzrosła o 120% r/r. Nieprzypisana do segmentów strata EBITDA 7mln PLN.
- W projekcie **M/Platform** było ok 12tys. punktów detalicznych z ponad 18tys. urządzeń fiskalnych. Na koniec roku do projektu przypisane były na bilansie koszty prac rozwojowych 44mln PLN oraz pozostałe 6mln PLN.
- Spółka udzieliła spółce zależnej pożyczkę w wysokości 4mln EUR z terminem spłaty 4 lata, związaną z **ekspansją na rynku afrykańskim** (rozwiązania fiskalne) planowaną w kolejnych latach.
- Struktura przychodów** według sektorów w 2020 roku: administracja 16%, telekomunikacja 11%, przemysł, transport i energetyka 10%, finanse 5%, handel i usługi 48%, informatyka 7%, ubezpieczenia 1%, pozostałe 2%.
- Wyraźny **spadek zapotrzebowania na kapitał pracujący** w perspektywie kwartału (-51mln PLN) i całego roku (-80mln PLN), co skutkowało obniżeniem długu netto bez uwzględniania udziałów mniejszości o 74mln w ostatnim kwartale do 160mln PLN. Spadek kapitału pracującego związany z jednej strony z realizacjami płatności przez administrację publiczną przed końcem roku, z drugiej z terminami rozliczeń z dostawcami zapadającymi w styczniu. Zakładamy, że dług netto wzrośnie w pierwszym kwartale.

Wyniki były nieznacznie poniżej naszych oczekiwań w segmencie detalicznym co przypisujemy mniejszemu popytowi z sektora gastronomii w ostatnich tygodniach roku. Część podmiotów z tego segmentu nie wróci już na rynek, ale część mogła przesunąć popyt do momentu otwarcia działalności sezonowej bliżej okresu wakacyjnego. Z drugiej strony segment IT pokazał zgodnie z oczekiwaniami bardzo mocne wyniki (ponad dwukrotnie wyższa EBITDA), a backlog na obecny rok wzrósł o kilkanaście mln r/r.

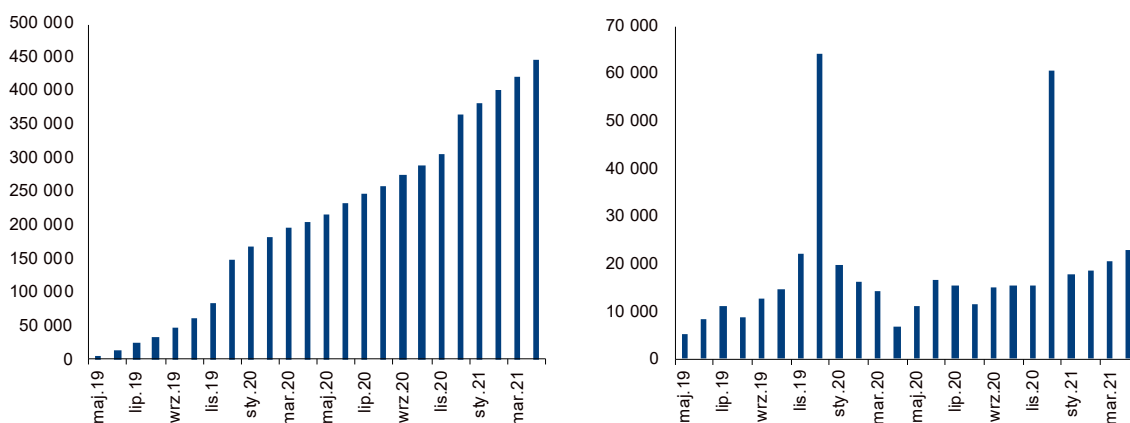
mIn PLN	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	y/y	q/q	4Q20P
Przychody	246,6	121,3	148,3	184,6	280,5	141,3	111,6	156,7	311,3	11%	99%	299,4
detal	79,7	66,5	86,3	97,0	139,0	94,5	55,6	85,8	107,7	-23%	26%	129,9
IT	169,0	55,6	68,1	87,8	142,0	47,1	56,4	72,2	206,5	45%	186%	170,4
pozostałe	-1,5	-0,8	-6,1	-0,2	-0,5	-0,3	-0,4	-1,3	-2,8	-	-	-1,0
EBITDA	12,3	12,8	24,4	25,6	24,9	23,8	4,2	20,5	28,8	15%	40%	32,7
detal	1,5	7,6	20,9	19,4	22,5	19,4	7,8	13,4	14,4	-36%	8%	18,5
IT	15,7	9,5	10,0	10,9	9,5	9,5	1,5	11,5	21,0	120%	82%	19,7
pozostałe	-4,3	-4,3	-6,6	-4,7	-7,2	-5,0	-5,1	-4,4	-6,6	-	-	-5,4
EBIT	5,3	4,4	14,8	15,7	14,2	13,4	-6,2	9,2	17,3	22%	87%	21,4
detal	-1,2	4,3	17,4	15,4	17,9	14,7	3,1	8,0	9,3	-48%	16%	13,0
IT	11,4	4,5	4,9	5,6	4,1	4,4	-3,5	6,3	15,3	277%	142%	14,5
pozostałe	-4,3	-4,4	-7,4	-5,3	-7,7	-5,6	-5,7	-5,1	-7,3	-	-	-6,1
Zysk netto	-0,7	0,5	2,1	8,1	7,9	4,3	-3,7	5,3	9,3	18%	76%	13,1
P/E12M trailing	4,6	4,7	49,2	26,4	14,2	11,8	15,9	19,1	17,3			
EV/EBITDA 12M trailing	7,1	6,7	7,7	6,0	5,9	5,0	6,3	7,1	5,8			
zmiana przychodów r./r.	34%	1%	-6%	21%	13,7%	16,5%	-24,8%	-15,2%	11,0%			
marża EBITDA	5,0%	10,6%	16,4%	13,9%	8,9%	16,9%	3,7%	13,1%	9,2%			
marża EBIT	2,1%	3,6%	10,0%	8,5%	5,1%	9,5%	-	5,9%	5,6%			
marża netto	-	0,4%	1,4%	4,4%	2,8%	3,0%	-	3,4%	3,0%			

Źródło: dane spółki, Trigon DM

Segment detaliczny - oczekiwane rekordowe wyniki

Pierwsza część peaku fiskalnego w grudniu 2019 skutkowałą sprzedażą ponad 60 tys. urządzeń podłączonych do CRP, natomiast podobnie wysoki wynik zanotowano w grudniu 2020 (II grupa). **W 2021 prognozujemy wzrost liczby sprzedanych urządzeń o blisko 50% r/r**, biorąc pod uwagę słabszą niż oczekiwana bazę w roku 2020 oraz możliwe przesunięcie zakupów przez część segmentu HoReCa na obecny rok (choć część podmiotów zapewne wypadnie z rynku). Sam drugi kwartał może przynieść wartości rynku dwukrotnie większe niż dotychczasowe rekordowe kwartały 4Q19 (101 tys. urządzeń) i 4Q20 (92 tys. urządzeń). Szacujemy, że urządzenia sprzedawane przez grupę Comp mogą odpowiadać za ponad połowę przyłączeń do CRP. Część podatników dokonała zakupu już w pierwszym kwartale 2021 co widać w rosnących miesięcznych danych (57 tys. vs. 50 tys. rok wcześniej), ale wielu odkładało zakupy na ostatnią chwilę, tym bardziej, że jeszcze kilka tygodni temu pojawiały się postulaty odnośnie kolejnego przesunięcia terminu wymiany o 6 miesięcy. W konsekwencji oczekujemy zysku operacyjnego w segmencie detalicznym na poziomie 75mln PLN wobec 35mln PLN w 2020 i 55mln PLN w 2019 roku.

Skumulowana liczba kas przyłączonych do CRP (l.w.), miesięczne przyrosty (p.w.)



Źródło: Spółka

Rozwój M/platform opóźniony przez pandemię. W naszych prognozach zakładamy jeszcze ujemną kontrybucję z M/platform do wyniku EBITDA na poziomie 3mln PLN w 2021 roku i 4mln PLN zysku w 2022 (nadal poniżej docelowego potencjału, biorąc pod uwagę to, że rok 2022 może być jeszcze okresem intensywnego wzrostu i pozyskań partnerów), przy przychodach w wysokości 27mln PLN. Na koniec 2019 roku Comp informował o 9 tys. sklepów w programie a po 2020 było już 12 tys. punktów z liczbą ponad 18 tys. urządzeń fiskalnych. Spółka zapowiadała pozyskanie 20 tys. punktów do końca roku 2021, co wymagałoby istotnego przyspieszenia pozyskań w drugim półroczu. W raportach rocznych za rok 2018 i 2019 Comp informował, że łączne wpływy rozwiązania M/platform i usług z nim związanych mogą stanowić około 25-30% zakładanego wyniku EBITDA od 2020 roku, ale na razie sam projekt nie jest jeszcze rentowny (nie wliczając jednak do wyniku sprzedaży urządzeń, które mogą być używane w ramach programu).

Sprzedaż eksportowa i projekt w Kenii

Projekt fiskalizacji online w Kenii. W bieżącym roku rozpocznie się projekt fiskalizacji online w Kenii, gdzie rynek szacowany jest na około 600 tys. urzędzeń, a grupa Comp jest wśród liderów jeśli chodzi o procesy homologacji. Dokładne informacje dotyczące specyfikacji urzędzeń opublikowane zostały już w 2019 roku ([LINK](#)), natomiast projekt opóźniła pandemia.

Przychody eksportowe w UE stanowiły 4,7% sprzedaży grupy w 2020 roku, natomiast przychody spoza UE wyniosły tylko 2mln PLN (0,3%), wobec 11mln PLN w 2019. Projektem który może istotnie poprawić wyniki eksportowe grupy jest fiskalizacja online w Kenii. Przy założeniu rocznej sprzedaży około 20 tys. urzędzeń przez 3 lata spółka uzyskałaby rocznie ponad 25mln PLN przychodów (zakładając sprzedaż tańszych urzędzeń niż w Polsce) przy 10% udziału w rynku szacowanym na 600 tys. urzędzeń. W takim scenariuszu przy porównywalnej do rynku polskiego marży EBITDA zakładamy około 4-5mln PLN kontrybucji do wyniku rocznie (to jest dodatkowe około 1 PLN na akcję do wyceny średnio co roku przez 3 lata). Trudno oszacować potencjał spółki jeśli chodzi o udziały w rynku biorąc pod uwagę brak porównywalnych projektów o dużej skali. Historycznie przypominamy o projekcie fiskalizacji na Węgrzech, kiedy w 2014 roku Comp osiągnął łącznie 98mln PLN przychodów ze sprzedaży eksportowej na terenie UE (16% skonsolidowanych przychodów) z czego znaczną większość z rynku węgierskiego (ponad 40 tys. sprzedanych urzędzeń w 2014). Udział Comp na rynku węgierskim osiągnął wówczas około 40%. Kenia zamieszkiwana przez ponad 50mln ludzi jest znacznie większym rynkiem.

Fiskalizacja odbędzie się na bazie urzędzeń a nie rozwiązań software, handel tradycyjny ma znaczny udział w rynku, a sama technologia w zakresie konstrukcji urzędzeń nie będzie wymagać dużych przeróbek - **powyższe uwarunkowania wspierają pozycję grupy Comp**. Proces będzie największą fiskalizacją online na kontynencie afrykańskim. Rynek kenijski jest rynkiem referencyjnym dla kilku innych afrykańskich krajów gdzie Comp jest już obecny. Dodatkowo, rozproszenie handlu będzie wspierało plan grupy polegający na **rozwinęciu lokalnie projektu typu M/platform**, bazując na obecnie wypracowanych rozwiązaniach, z opcją współpracy z lokalnymi partnerami (nie tylko GK Heineken). Zwracamy też uwagę na wysoki stopień zaawansowania rynków afrykańskich jeśli chodzi o płatności mobilne - urzędzenia produkowane przez grupę Comp są dostosowane do przyjmowania tego typu płatności.

Rynek fiskalny w kolejnych latach

Wyniki w segmencie detalicznym, pomijając inicjatywy spółki takie jak M/platform, nie powinny być w kolejnych latach istotnie słabsze niż tradycyjnie generowane na rynku w okresie poprzedzającym obecny etap fiskalizacji. **Szacunkowa liczba urzędzeń objętych fiskalizacją online to 395 tys., z czego około 215 tys. przypada na rok 2021** (niewielka grupa podmiotów mogła dokonać wymiany wcześniej). Dodatkowo **w perspektywie 4-5 lat spodziewana jest wymiana około 600 tys. urzędzeń dwurołkowych**, natomiast pozostała **grupa kas off-line do wymiany obejmuje około 1 mln przedsiębiorców**. Sądzymy, że wielkość rynku pozostanie na poziomie bliskim 200 tys. urzędzeń rocznie w najbliższych latach, a Comp utrzyma udziały obecnie nieco przekraczające 50% rynku.

Kolejny etap obrotu bezgotówkowego to kasy fiskalne online połączone z e-paragonem. Oczekiwania Ministra Finansów odnośnie ewolucji systemu obrotu bezgotówkowego w Polsce wskazują na rosnącą rolę urzędzeń jednocześnie wspierających obrót bezgotówkowy i uszczelniających system podatkowy oraz wspomagających analitykę danych ([LINK](#)), na czym skorzysta Comp jako dostawca powyższych rozwiązań (kasy online przystosowane do przesyłania e-paragonu na smartfony, np. w ramach systemu Spark opracowanego przez spółkę Novitus z grupy Comp oraz Platformę Detalistów - [LINK](#)).

Kasy wirtualne i kolejne potencjalne grupy do objęcia fiskalizacją online

Kasy wirtualne. Obecnie wirtualne kasy mogą stosować m.in. podmioty wykonujące czynności przewozu osób (np. Uber, Bolt), branża hotelarska i gastronomiczna. Od 1 stycznia z wirtualnych kas używają m.in. Bolt i Uber, oba podmioty korzystają z rozwiązań zaproponowanych przez Comp. Obecnie homologacje na kasy wirtualne posiadają dwa podmioty, oba z grupy Comp, natomiast rozwiązań wirtualnych złożonych do homologacji jest 7 (w tym 4 grupy Comp).

Kolejne grupy mogą zostać objęte fiskalizacją online w kolejnych latach w modelu kas online lub wirtualnych. Mogą to być m.in.: myjnie samochodowe, automaty vendingowe, parkomaty oraz biletomaty.

Obecne zmiany na rynku nie wskazują na to, żeby pozycja grupy Comp istotnie osłabiła się wraz z upowszechnieniem wirtualnych kas. Pierwsze modele współpracy na bazie rozwiązań wirtualnych (Uber, Bolt) wyglądają dla spółki obiecująco, choć hamulcem w szybkim rozwoju rynku opartego o kasy wirtualne może być kwestia nieszczelności systemu i jego bezpieczeństwa (w szczególności środowisko taksówkarzy wskazywało na nieszczelność rozwiązań stosowanych przez wspomnianych wyżej przewoźników).

Czynniki ryzyka

- **Ryzyko zmian prawnych** - Regulacje prawne dotyczące rynku fiskalnego, w tym rozwiązań wirtualnych mogą zmieniać się, co wymusi dostosowanie produktu. Jako lider rynku w Polsce Comp jest jednak w stanie szybciej i relatywnie mniejszym nakładem wydatków w stosunku do przychodów dostosować się do ewentualnych zmian.
- **Ryzyko nieosiągnięcia skali projektu M/platform** - M/platform docelowo ma stać się strategicznym obszarem działalności grupy. Duża część nakładów związanych z jego wdrożeniem została już poniesiona. Warunkiem powodzenia projektu jest osiągnięcie odpowiedniej skali, w przeciwnym razie perspektywa wzrostu w długim terminie może być mocno ograniczona.
- **Monetyzacja M/platform** - Obecnie prace nad rozwojem platformy skupiają się głównie na pozyskiwaniu klientów, a priorytetem jest budowa skali. Spółka chce nawiązać współpracę z największymi producentami FMCG z różnych kategorii produktowych i na ten moment oferuje im preferencyjne warunki współpracy.
- **Ryzyko prawne M/platform** - Koncepcja M/platform bazuje na danych paragonowych, które dzięki przyjętemu modelowi trafiają do Centralnego Repozytorium Kas oraz producenta urządzenia. Ich gromadzenie czy przetwarzanie jest uregulowane prawnie, a dane nie są wykorzystywane bez zgody użytkownika. Potencjalnym ryzykiem dla funkcjonowania M/platform może być zmiana modelu na taki, w którym dane są szyfrowane i udostępniane tylko dla potrzeb MF. Szacujemy prawdopodobieństwo takiego scenariusza jako bardzo niskie.
- **Ryzyko konkurencji** - Dwa główne segmenty biznesowe spółki (fiskalny oraz IT) działają w warunkach standardowej konkurencji, jednak strategiczny dla grupy projekt M/platform, miał szansę powstać dzięki najnowszym zmianom w ustawodawstwie, co pozwala wnioskować, że konkurencja w tym segmencie może się dopiero pojawić.
- **Spadek inwestycji** - Segment IT jest wrażliwy na sytuację gospodarczą oraz polityczną w kraju i regionie i może ucierpieć w przypadku znacznego ograniczenia inwestycji publicznych
- **Ryzyko walutowe** - Obecnie przychody spółki generowane są w ponad 90% na rynku krajowym, jednak wraz z rozwojem M/platform widzimy szansę na ekspansję zagraniczną spółki i sukcesywną zmianę tych proporcji. Ryzykiem jest także scenariusz niepowodzenia projektu fiskalizacji w Kenii, czyli niższa niż zakładana monetyzacja poniesionych na tym rynku nakładów.

Wycena

Nasza cena docelowa bazuje w 100% na metodzie DCF.

Założenia wyceny DCF:

- 1) Stopa wolna od ryzyka na poziomie 1,5%, premia rynkowa 6,0%;
- 2) Współczynnik beta nielewarowana na poziomie 1,1x, rezydualna stopa wzrostu na poziomie 1,0%;
- 3) W modelu uwzględniamy płatności za rozliczenie umowy sprzedaży pozostałych akcji spółki PayTel (inne korekty, 15 mln PLN). W segmencie detalicznym uwzględniamy wpływy z monetyzacji M/platform.
- 4) Liczbę akcji korygujemy o akcje będące w posiadaniu Comp S.A. oraz jednostek zależnych.

Comp: Wycena DCF

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	Terminal
EBIT	74,6	34,7	37,5	42,4	42,0	41,2	41,5	41,7	40,9	
Stopa podatkowa	23%	21%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
NOPAT	57,5	27,4	30,3	34,3	34,0	33,4	33,6	33,8	33,1	
Amortyzacja	46,1	45,9	45,7	45,5	45,3	45,2	45,1	45,1	45,1	
Capex i płatności leasingowe	44,0	43,0	43,3	43,6	44,0	44,3	44,6	45,0	45,3	
Inwestycje w kapitał obrotowy	-8,5	15,1	2,8	-1,5	1,0	0,2	-0,4	-0,4	0,2	
Inne korekty*	15,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	66,1	45,5	35,5	34,7	36,3	34,5	33,7	33,5	33,1	32,3
WACC (%)	8,0%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	
Suma PV FCF 2021-29	254									
Stopa wzrostu FCF po '29	1,0%									
Zdyskontowana TV	226				6,1%	7,1%	8,1%	9,1%	10,1%	
Udziały mniejszości	27			0,0%	77,9	69,2	62,6	57,4	53,3	
Dług netto początek roku	160			0,5%	83,5	73,2	65,7	59,8	55,3	
Wartość KW (mln PLN)	293			g	1,0%	90,1	77,9	69,2	62,6	57,4
Liczba akcji (mln)**	4,8			1,5%	98,2	83,5	73,2	65,7	59,8	
Wartość 1 akcji (PLN, 1/1/2021)	61,2			2,0%	108,3	90,1	77,9	69,2	62,6	
Wycena za 12M	69,2									

Źródło: Trigon DM

* płatności wynikające z rozliczenia transakcji PayTel

** liczba akcji pomniejszona o akcje własne Comp S.A. oraz spółek zależnych

Comp: Zmiany wycen

Wycena / waga	Obecna	Poprzednia	Zmiana		
Wycena DCF	69,2	100%	61,9	100%	12%
Wycena porównawcza	75,8	0%	68,3	0%	11%

Źródło: Trigon DM

Wycena porównawcza

W analizie metodą porównawczą bazujemy na grupie polskich oraz zagranicznych spółek porównywalnych wykorzystując wskaźniki EV/EBITDA oraz PE. Poniżej prezentujemy średnie wyceny bazujące na powyższych wskaźnikach. Z uwagi na wyjątkowość roku 2021 (szczyt fiskalizacji online) bazujemy na okresie 2022-2023.

CMP: Wycena porównawcza

Spółka	MC [m EUR]	EV/EBITDA			P/E skor.		
		2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
ATOS SE	6 067	4,8	4,5	4,3	8,1	7,1	6,5
CAPGEMINI SE	25 892	12,1	11,2	10,4	19,3	17,1	15,2
COMPUTACENTER PLC	3 451	9,9	9,7	9,4	19,9	19,3	18,8
INDRA SISTEMAS SA	1 459	6,4	5,7	5,4	12,1	10,2	9,0
LECTRA	918	14,8	9,0	8,1	37,1	21,5	18,6
NEURONES	695	7,6	7,2	6,9	22,2	21,0	20,1
REPLY SPA	4 209	17,4	15,6	14,4	31,3	27,5	24,8
SOPRA STERIA GROUP	3 119	7,7	7,2	6,9	14,4	12,4	11,1
SAP SE	143 022	16,6	15,8	14,6	23,2	22,8	20,9
TIETOEVRY OYJ	3 347	8,2	7,9	7,6	12,2	11,2	10,6
HEWLETT PACKARD ENTERPRISE	17 540	6,1	6,0	5,9	8,8	8,4	8,1
Mediana: spółki zagraniczne (25%)		8,2	7,9	7,6	19,3	17,1	15,2
ASSECO POLAND		4,5	4,3	4,2	14,1	14,4	14,2
COMARCH		6,1	5,7	5,5	14,8	14,2	14,0
ASSECO BUSINESS SOLUTIONS		9,8	9,2	8,8	15,0	15,0	15,0
Mediana: spółki polskie (75%)		6,1	5,7	5,5	14,8	14,4	14,2
CMP		3,3	4,5	4,1	5,4	11,8	10,3
Wycena na akcję		140,4	78,4	77,4	161,1	70,1	77,2
Waga roku		0%	50%	50%	0%	50%	50%
średnia wycena dla poszczególnych wskaźników			77,9			73,6	

Źródło: Bloomberg, Trigon DM

Zmiany prognoz

Zmiany prognoz mIn PLN	2021P			2022P			2023P		
	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	895	868	3%	736	698	5%	739	703	5%
EBITDA	121	118	2%	81	76	6%	83	79	5%
EBIT	75	72	4%	35	30	16%	37	34	10%
Zysk netto	64	63	1%	22	19	17%	26	23	11%

Źródło: Trigon DM

- (1) Nasze prognozy na rok 2021 pozostawiamy bez istotnych zmian. W IT modelujemy nieznacznie wyższe przychody biorąc pod uwagę większy backlog w IT, co jednocześnie wpływa na wyższe zyski operacyjne.
- (2) Podnosimy nasze prognozy EBITDA na rok 2022 o 6%, a zysku operacyjnego o 17% biorąc pod uwagę 1) lepsze perspektywy dla rynku detalicznego, w tym oczekiwane pojawienie się popytu na rozwiązania łączące funkcje terminali i kas fiskalnych, 2) projekt w Kenii, gdzie spółka może być jednym z ważniejszych graczy w trakcie fiskalizacji w najbliższych latach, 3) założenie kontynuacji dobrych wyników w segmencie IT.

Rachunek wyników (mln PLN)

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	678	731	721	895	736	739
Koszt własny sprzedaży	480	502	506	615	516	515
Zysk brutto ze sprzedaży	197	229	215	280	220	224
Koszty sprzedaży	78	96	92	114	94	94
Koszty ogólnego zarządu	74	72	85	86	87	88
Zysk ze sprzedaży	46	60	38	79	39	41
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-3	-6	-4	-5	-4	-4
EBITDA	69	93	77	121	81	83
EBITDA skor.	69	93	77	121	81	83
Amortyzacja	27	39	43	46	46	46
EBIT	42	54	34	75	35	37
Wynik na działalności finansowej	-18	-15	-7	-8	-6	-5
Zysk brutto	25	39	26	67	29	33
Podatek dochodowy	8	9	10	16	6	6
Zysk mniejszości	-1	0	-2	3	1	1
Zysk netto	57	19	15	64	22	26
Zysk netto skor.	18	19	15	49	22	26

marża brutto ze sprzedaży	29,1%	31,3%	29,8%	31,3%	29,9%	30,3%
marża EBITDA	10,2%	12,7%	10,7%	13,5%	11,0%	11,3%
marża EBITDA skor.	10,2%	12,7%	10,7%	13,5%	11,0%	11,3%
marża EBIT	6,2%	7,4%	4,7%	8,3%	4,7%	5,1%
marża netto skor.	2,7%	2,5%	2,1%	5,4%	3,0%	3,5%

zmiana przychodów r./r.	25%	8%	-1%	24%	-18%	0%
zmiana w wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	29%	16%	-6%	30%	-22%	2%
zmiana EBITDA skor. r./r.	52%	34%	-17%	56%	-33%	3%
zmiana EBIT r./r.	85%	28%	-38%	121%	-53%	8%
zmiana zysku netto skor. r./r.	234%	1%	-18%	219%	-54%	15%

Źródło: Spółka, Trigon DM

	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
Przychody	185	281	141	112	157	311
Koszt własny sprzedaży	128	201	92	86	108	237
Zysk brutto ze sprzedaży	56	80	49	26	48	74
Koszty sprzedaży	23	30	19	16	21	34
Koszty ogólnego zarządu	18	29	19	17	17	18
Zysk ze sprzedaży	16	21	11	-7	10	21
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	0	-7	3	1	-1	-4
EBITDA	26	25	24	4	20	29
EBITDA skor.	26	25	24	4	20	29
Amortyzacja	10	11	10	10	11	11
EBIT	16	14	13	-6	9	17
Wynik na działalności finansowej	-3	-5	-2	-3	0	-2
Zysk brutto	13	9	11	-9	9	15
Podatek dochodowy	4	1	5	-3	4	4
Zysk mniejszości	0	0	-1	-1	0	0
Zysk netto	8	8	4	-4	5	9
Zysk netto skor.	8	8	4	-4	5	9

marża brutto ze sprzedaży	30,6%	28,4%	34,7%	23,1%	30,8%	23,8%
marża EBITDA skor.	13,9%	8,9%	16,9%	3,7%	13,1%	9,2%
marża EBIT	8,5%	5,1%	9,5%	-	5,9%	5,6%
marża netto skor.	4,4%	2,8%	3,0%	-	3,4%	3,0%

zmiana przychodów r./r.	21%	14%	16%	-25%	-15%	11%
zmiana w wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	30%	25%	35%	-53%	-14%	-7%
zmiana EBITDA skor. r./r.	50%	103%	86%	-83%	-20%	15%
zmiana EBIT r./r.	53%	170%	208%	-	-41%	22%
zmiana zysku netto skor. r./r.	133%	-	778%	-	-35%	18%

Źródło: Spółka, Trigon DM

Bilans (mln PLN)

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Aktywa trwałe	546	583	594	592	589	586
Rzeczowe aktywa trwałe	69	90	71	71	71	70
Wartości niematerialne i prawne	445	456	474	472	469	467
Wartość firmy	273	273	273	273	273	273
Należności długoterminowe	4	5	1	1	1	1
Inwestycje długoterminowe	20	14	14	14	14	14
Pozostałe	8	18	34	34	34	34
Aktywa obrotowe	389	460	402	433	414	437
Zapasy	87	83	97	83	73	73
Należności handlowe	189	262	173	178	158	159
Pozostałe	58	62	85	85	85	85
Gotówka	54	53	47	87	98	120
Aktywa	935	1 043	996	1 024	1 003	1 023
Kapitał własny	503	526	512	575	588	604
Kapitał zakładowy	15	15	15	15	15	15
Pozostałe	432	493	482	497	551	564
Zysk (strata) netto	57	19	15	64	22	26
Kapitały mniejszości	26	30	27	30	31	32
Zobowiązania długoterminowe	104	90	57	57	57	57
Zobowiązania oprocentowane	84	65	32	32	32	32
Pozostałe	20	24	25	25	25	25
Zobowiązania krótkoterminowe	328	427	400	362	327	331
Zobowiązania oprocentowane	146	216	175	155	135	135
Zobowiązania handlowe	113	126	132	99	99	103
Pozostałe	68	85	93	108	93	94
Pasywa	935	1 043	996	1 024	1 003	1 023
Kapitał obrotowy netto	164	219	138	162	132	129
Dług netto	177	228	160	100	69	47
Dług netto skor.	177	228	160	100	69	47
Dług netto/EBITDA (x)	2,5	2,5	2,1	0,8	0,8	0,6
Dług netto/kapitał własny (x)	0,4	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1
ROE (%)	4%	3,6%	2,9%	8,9%	3,8%	4,3%
ROA (%)	2%	1,9%	1,5%	4,8%	2,2%	2,5%
Cykl konwersji gotówki (dni)	70	88	82	59	68	58
Cykl rotacji zapasów (dni)	56	62	65	46	55	52
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	93	113	110	80	83	78
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	79	87	93	67	70	72

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przepływy z działalności operacyjnej	2	7	105	97	90	80
Zysk (strata) netto	57	19	15	64	22	26
Amortyzacja	29	39	43	46	46	46
Zmiany w kapitale obrotowym	-47	-87	48	-8	15	3
Zmiana zapasów	-37	5	-15	15	10	0
Zmiana należności handlowych	-54	-94	57	-5	20	-1
Zmiana zobowiązań handlowych	32	23	10	-18	-15	4
Pozostałe	-37	37	-2	-4	6	6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	11	-23	-32	-16	-32	-32
CAPEX	-42	-70	-36	-32	-33	-33
Pozostałe	54	47	5	16	1	1
Przepływy z działalności finansowej	4	15	-79	-40	-46	-25
Zmiana zobowiązań oprocentowanych	22	58	-60	-20	-20	0
Wpływy z emisji akcji	0	0	0	0	0	0
Dywidenda	0	0	0	0	-10	-10
Pozostałe	-18	-43	-20	-20	-17	-16
Przepływ pieniężny netto	19	-1	-6	40	11	22
Środki pieniężne na początek okresu	35	54	53	47	87	98
Środki pieniężne na koniec okresu	54	53	47	87	98	120

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

Grzegorz Kujawski, Head of Research
*Konsument, Finanse***Maciej Marcinowski**, Deputy Head of Research
*Strategia, Banki, Finanse, Przemysł drzewny***Kacper Koproń**
*Gaming, TMT***Katarzyna Kosiorek**
*Biotechnologia***Michał Kozak**
*Paliwa, Chemia, Energetyka***Dominik Niszczyński**
*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 MiAR”), 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

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 – COMP 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 sporządził: Dominik Niszczyński

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 metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodę wskaźnikową.

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 metody 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 Dokumentacie 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 Dokumentacie.

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

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

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

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

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. 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 nie otrzymał od Emitenta dywidendy. 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.

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

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

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

- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;

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

- wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumentacie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu. Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data sporządzenia: 11 maja 2021 r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 12 maja 2021 r. godz.7:50