

Program Wsparcia Pokrycia Analitycznego GPW

PGS Software

Kupuj

(Poprzednia: Trzymaj)

Odroczony wzrost

Cena docelowa: 14,9 PLN

Potencjał wzrostu: +25%

Rynek usług IT, w szczególności tych kontraktowych/outsourcingu w jakich specjalizuje się PGS Software, od wielu lat znajduje się w mocnym trendzie wzrostowym. Outsourcing doświadczonych pracowników w obliczu strukturalnego niedoboru programistów jest naturalnym wyborem dla przedsiębiorców. W sytuacji wywołanej pandemią naturalnym wyborem była jednak rezygnacja z tego rodzaju usług, w celu poszukiwania oszczędności. Wygląda na to, że pandemia koronawirusa odwróci trend rynku wynajmowania usług IT, jednak naszym zdaniem krótkoterminowo. Gdy sytuacja ustabilizuje się na tyle, że nastąpi wznowienie projektów, segment ten spotka się naszym zdaniem z gwałtownym ożywieniem, gdy uszczuplone działy IT przedsiębiorstw będą potrzebowały wsparcia z zewnątrz. Chwilowe wyhamowanie trendu wzrostu wynagrodzeń, może dodatkowo wspierać wyniki w początkowej fazie odbudowy. Od 2019r. PGS Software jest w fazie przenoszenia dodatkowych kosztów w celu zwiększenia skali działalności, czego efekty miały być widoczne od 2Q'20. W obecnym otoczeniu horyzont ten przesuwa się w czasie. Po wynikach 1Q'20 nieznacznie aktualizujemy nasze prognozy, podwyższamy naszą cenę docelową do 14,9 PLN na akcję oraz zmieniamy rekomendację na *Kupuj*.

Zakładamy istotną redukcję projektów w 2Q'20 (-14%/r/r i -21% q/q). Zgodnie z szacunkami Zarządu, które uwzględniają obowiązujące okresy wypowiedzeń, przychody spółki powinny sukcesywnie maleć w trakcie drugiego kwartału, osiągając w czerwcu 25-30% spadek w stosunku do średniej ze stycznia i lutego br. Niska baza może naszym zdaniem utrzymać się do końca roku, nie spodziewamy się w 2020r. pozyskania przez Spółkę projektów o dużej skali, szansę na powrót większej liczby kontraktów widzimy w 2021r. Jednorazowy efekt oszczędności i działań podjętych w związku ze spodziewanym spadkiem zleceń od 2Q'20 mogliśmy zauważyć w przychodach 1Q'20. Wstrzymanie szkoleń pracowniczych oraz aktywności wewnętrznych, pozwoliło na zwiększenie zakresu prac realizowanych dla klientów i wyższe fakturowanie.

Przygotowując się na zmniejszony popyt oraz udzielanie rabatów klientom znajdującym się w trudnej sytuacji, Spółka wprowadziła oszczędności, m.in. **obniżając wynagrodzenia wszystkim pracownikom (-20% od kwietnia br.)**. Zaraportowano również rekordowe odpisy na poczet zagrożonych należności w wysokości 2,3mln PLN. **PGS Software na ten moment nie zdecydowała się na zwolnienia**, a okres zmniejszonego zaangażowania w prace u klientów wykorzystuje na szkolenia pracownicze (wznowione od 2Q20), co z pewnością pozwoli spółce lepiej przygotować się na powrót zamówień, ale z drugiej strony **wpływnie na utrzymanie wysokiego poziomu kosztów** (w 4Q'19 koszty działalności operacyjnej wzrosły o blisko 5mln PLN r/r do poziomu ~32,3mln PLN, po czym w 1Q spadły jedynie do 31,4mln PLN). Ze względu na obniżkę wynagrodzeń oraz redukcję wydatków na marketing szacujemy spadek kosztów działalności do ~28mln PLN od 2Q'20 co powinno wspierać rentowność operacyjną. Celem Zarządu na najbliższy kwartał jest utrzymanie wyniku operacyjnego, a przede wszystkim cashflow, na dodatnim poziomie.

Nasza wycena bazuje na metodzie DCF, która implikuje Cenę Docelową na poziomie 14,9 PLN oraz rekomendację *Kupuj* (upside +25%). Wycena porównawcza implikuje cenę 26,5 PLN na jedną akcję.

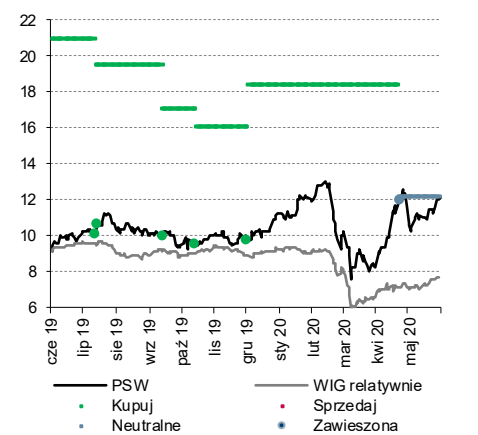
mIn PLN	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	99,1	124,0	144,7	135,2	152,0	168,7
EBITDA	23,0	27,7	27,7	23,0	27,3	31,2
EBIT	21,4	26,0	25,8	21,1	25,2	28,8
Zysk netto	20,1	21,5	26,8	20,4	24,4	27,4
EPS (PLN)	0,71	0,76	0,95	0,72	0,86	0,97
P/E (x)	16,7	15,6	12,5	16,4	13,8	12,3
EV/EBITDA (x)	14,0	11,7	10,9	12,3	10,3	9,0
P/BV (x)	14,3	12,2	6,2	4,6	4,3	4,1
DY (%)	4,5%	5,2%	0,0%	0,0%	5,5%	6,5%

Źródło: dane spółki, Trigon DM

DANE SPÓŁKI

Ticker	PSW		
Sektor	IT		
Kurs (PLN)	11,90		
52 tyg. min/max (PLN)	7,45 / 13,1		
Liczba akcji (mln szt.)	28,3		
Kapitalizacja (mln PLN)	336		
Free-float	35,3%		
Śr. obroty 3M (mln PLN)	0,18		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	13,9%	21,4%	22,2%

KURS NA TLE WIG



HISTORIA REKOMENDACJI

	Data	Wycena
Trzy maj	27.04.2020	12,3
Kupuj	06.12.2019	18,5
Kupuj	18.10.2019	16,1
Kupuj	17.09.2019	17,2
Kupuj	18.07.2019	19,6
Kupuj	16.07.2019	19,6
Kupuj	18.04.2019	21,0
Kupuj	07.12.2018	18,1

AKCJONARIAT

	Udział %
Presto FIZ AN	31,9%
Infinitas FIZ AN	31,9%
NN OFE	7,9%

WAŻNE DATY

Raport II kw. '20	30.09.2020
-------------------	------------

ANALITYK

Martyna Szymczykowska

PGSSOFT

Bloomberg ticker

PSW PW

Rekomendacja

Kupuj

Cena docelowa (PLN)

14,9

Kurs (PLN)

11,9

Potencjał wzrostu

25,2%

Poprzednia rekomendacja

Trzy maj

Poprzednia cena docelowa (PLN)

12,2

Liczba akcji (mln)

28,3

Kapitalizacja (mln PLN)

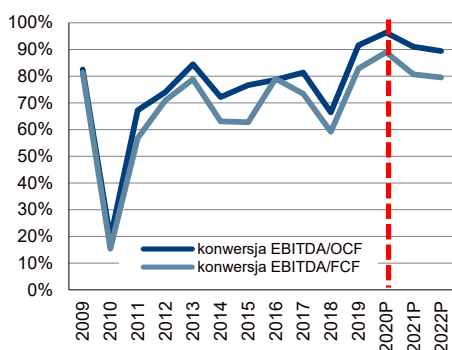
336

EV (mln PLN)

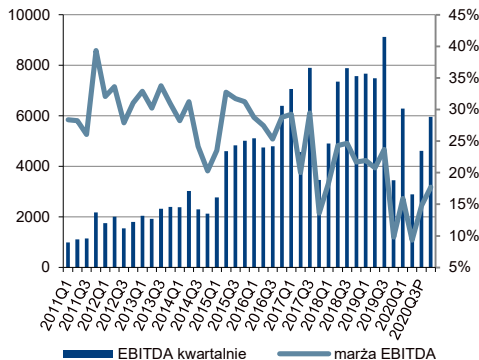
301

Marty na Szy mczy kowska

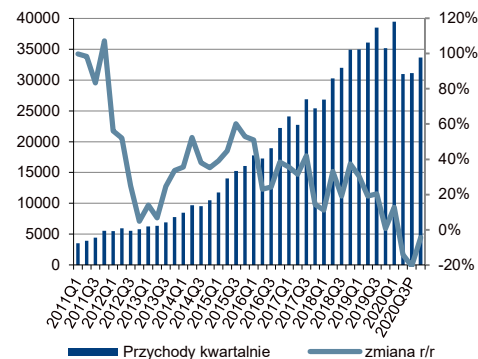
Konwersja EBITDA na gotówkę



EBITDA i marża EBITDA kwartalnie



Przychody kwartalnie



Wskaźniki rynkowe	2018	2019	2020P	2021P	2022P
P/E (x)	15,9	12,7	16,7	14,0	12,5
P/E skor. (x)	15,9	12,7	16,7	14,0	12,5
P/BV (x)	12,4	6,3	4,7	4,4	4,2
EV/EBITDA (x)	11,9	11,1	12,5	10,5	9,1
EV/EBITDA skor. (x)	11,9	11,1	12,5	10,5	9,1
EV/Sprzedaż (x)	2,7	2,1	2,1	1,9	1,7
FCF Yield (%)	4,7%	6,8%	6,0%	6,5%	7,3%
DY (%)	5,1%	0,0%	0,0%	5,4%	6,4%

Wskaźniki finansowe	2018	2019	2020P	2021P	2022P
EPS (PLN)	0,8	0,9	0,7	0,9	1,0
EPS skor. (PLN)	0,8	0,9	0,7	0,9	1,0
DPS (PLN)	0,6	0,0	0,0	0,7	0,8
BVPS (PLN)	1,0	1,9	2,6	2,7	2,9
Liczba akcji (mln)	28,3	28,3	28,3	28,3	28,3
Kapitalizacja (mln PLN)	342	342	342	342	342
EV (mln PLN)	331	307	288	286	285

Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	124	145	135	152	169
Koszty wytworzenia	98	119	113	125	138
Zysk brutto ze sprzedaży	26	26	22	27	31
EBITDA	28	28	23	27	31
EBITDA skor.	28	28	23	27	31
Amortyzacja	2	2	2	2	2
EBIT	26	26	21	25	29
Zysk brutto	26	29	23	27	31
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0
Zysk netto	22	27	20	24	27
Zysk netto skor.	22	27	20	24	27

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przeprawy z działalności operacyjnej	18	25	22	25	28
Przeprawy z działalności inwestycyjnej	-2	-2	-2	-3	-3
CAPEX	-2	-2	-2	-3	-3
Przeprawy z działalności finansowej	-18	0	-2	-20	-24
Dywidenda	-18	0	0	-18	-22
FCF	16	23	20	22	25
Przeprawy pieniężne netto	-2	22	19	2	1

Bilans (mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	40	68	85	91	97
Rzeczowe aktywa trwałe	4	4	4	4	5
Wartość firmy	0	0	0	0	0
Wartości niematerialne i prawne	0	0	0	0	0
Gotówka	11	35	54	56	57
Pasywa	40	68	85	91	97
Kapitał własny	27	54	73	77	81
Kapitały mniejszości	0	0	0	0	0
Zobowiązania oprocentowane	0	0	0	0	0
Dług netto skor.	-11	-35	-54	-56	-57
Kapitał obrotowy netto	15	12	12	15	18

Wskaźniki operacyjne	2018	2019	2020P	2021P	2022P
wzrost sprzedaży (%)	25%	17%	-7%	12%	11%
wzrost EPS skor. (%)	7%	25%	-24%	19%	12%
marża brutto na sprzedaży (%)	20,9%	17,9%	16,1%	17,6%	18,1%
marża EBITDA skor. (%)	22,4%	19,2%	17,0%	18,0%	18,5%
marża EBIT (%)	21,0%	17,9%	15,6%	16,6%	17,1%
marża netto skor. (%)	17,4%	18,6%	15,1%	16,1%	16,2%
ROE (%)	84,5%	65,6%	52,0%	47,8%	43,7%
ROA (%)	57,9%	49,9%	40,1%	38,3%	35,9%
CAPEX/Sprzedaż (%)	2,0%	1,5%	1,3%	1,8%	1,8%
CAPEX/Amortyzacja (x)	1,5	1,1	0,9	1,3	1,3
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7
Dług netto/EBITDA (x)	-0,4	-1,3	-2,3	-2,0	-1,8
Cykl konwersji gotówki (dni)	34,8	31	27	29	32
Cykl rotacji zapasów (dni)	0,0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	52,5	50	50	49	51
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	18	19	23	20	19

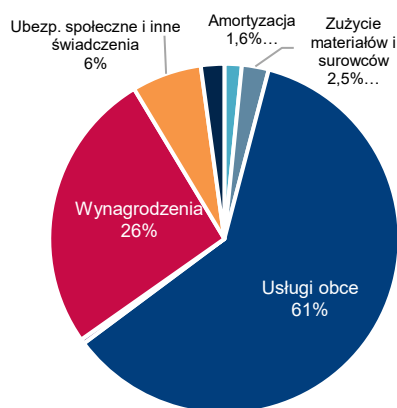
Źródło: Spółka, Trigon DM

Podsumowanie inwestycyjne

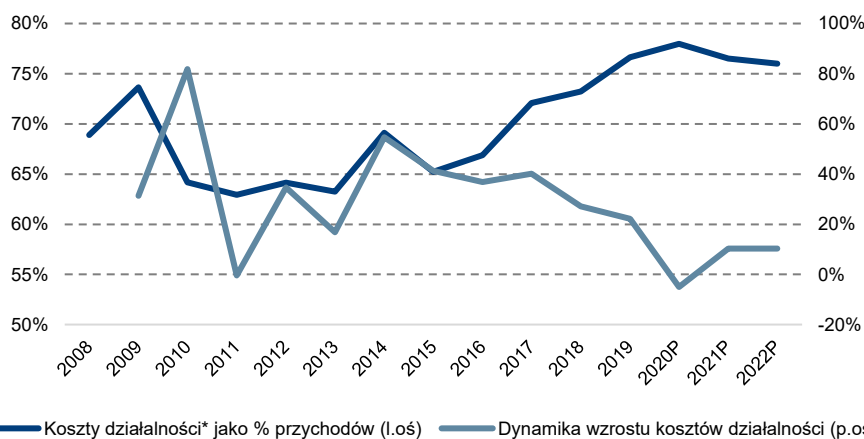
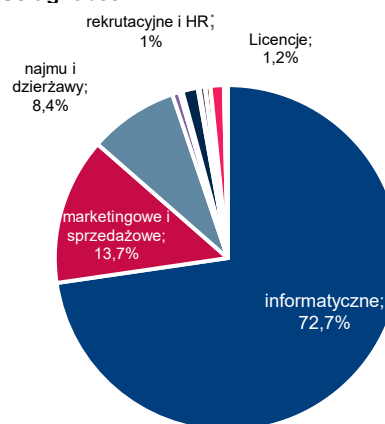
Globalny wpływ pandemii koronawirusa na sytuację finansową PGS Software oceniamy jako znaczący. Większość kosztów działalności operacyjnej (~75%) jakie ponosi spółka to koszty wynagrodzeń, usługi marketingowe oraz czynsze, które utrzymają się niezależnie od spadku przychodów. W tej sytuacji 20% redukcję wynagrodzeń wprowadzoną od kwietnia 2020r. oceniamy pozytywnie. Dodatkowym wsparciem rentowności powinna być redukcja wydatków marketingowych oraz spadek presji na wzrost wynagrodzeń w dłuższym horyzoncie. Działania te mogą naszym zdaniem zmniejszyć bazę kosztową o 13% w 2Q'20 vs. 1Q'20 oraz o 6% w skali całego 2020r. (vs. średnio 20-30% wzrostu w ostatnich latach).

PGS Software: podział kosztów działalności

Koszty działalności operacyjnej



Usługi obce



Źródło: spółka, Trigon DM; * wynagrodzenia, wsparcie sprzedaży, marketing, najem, HR

Specyfika biznesowa Spółki, m.in. **model outsourcingowy** oraz umowy zawierane na krótki termin, pozwala na szybką redukcję zleceń ze strony klientów, czego oczekujemy począwszy od 2Q'20 i co od początku pandemii flaguje sama Spółka. **Niska baza powinna utrzymać się do końca roku, nie spodziewamy się w 2020r. pozyskania przez Spółkę projektów o dużej skali, szansę na powrót większej liczby kontraktów widzimy w 2021r.** Oczekujemy relatywnie szybszego tempa odbudowy portfolio i pozyskiwania nowych klientów niż u konkurencyjnych spółek działających w oparciu o długoterminowe projekty. **Naszym zdaniem sytuacja wygaszania pandemii oraz ożywiania gospodarek będzie sprzyjała ponadprzeciętnemu popytowi na outsourcing**

wykwalfikowanych pracowników, ze względu na braki kadrowe przedsiębiorstw zarówno w działach IT jak i HR.

W 1Q'20 Spółka utworzyła rekordowe odpisy należności od klientów z ryzykownych branż (głównie Travel&Leisure), na kwotę ponad 2,3mln PLN. Nie spodziewamy się podobnych ruchów w kolejnych kwartałach, przyjmując że większość zagrożonych przychodów spółka już zidentyfikowała.

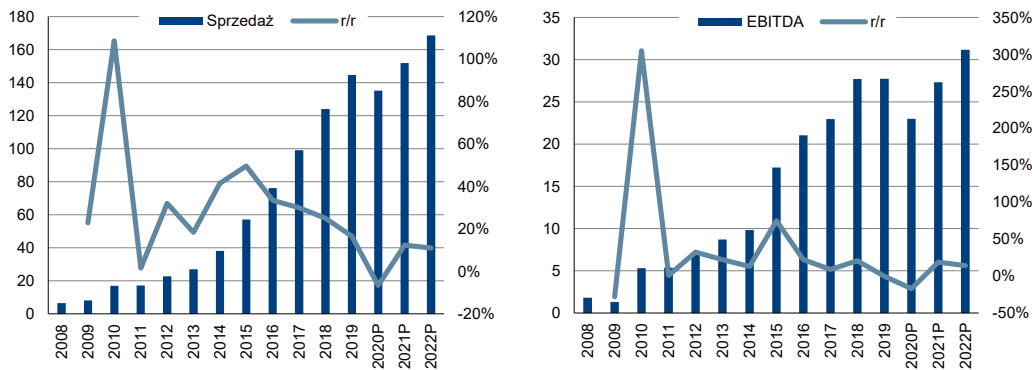
Przypominamy, że Spółka od początku 2019r. jest w fazie inwestowania i ponoszenia dodatkowych kosztów w celu zwiększenia skali działalności, czego efekty miały być widoczne od 2Q'20. Oczekiwaliśmy, że pierwszy kwartał tego roku będzie początkiem tego przełamania i zgodnie z raportowaniem spółki, plan ten był realizowany. **Marzec'20 był pod względem sprzedaży rekordowy w historii PGS (przychody przekroczyły 15 mln PLN), co w normalnej sytuacji pozwoliło by na podniesienie oczekiwań na kolejne kwartały.** Wydarzenia z końca pierwszego kwartału, czyli początek pandemii koronawirusa zrewidowały nasze oczekiwania, odsuwając w czasie potencjalne efekty poniesionych inwestycji. Spółka wdrożyła oszczędności w wielu obszarach działalności, jednak na ten moment **nie zdecydowała się na zwolnienia.** Co więcej, po chwilowej przerwie wznowiła szkolenia pracownicze, przygotowując się w ten sposób na powrót kontraktów i wzmacniając swoją pozycję konkurencyjną. Na obecnym, wciąż początkowym etapie pandemii, to może być ryzykowny ruch, jednak w scenariuszu szybkiego powrotu biznesu ułatwi odzyskanie części utraconych czy przerwanych projektów i zwiększy szansę na pozyskanie nowych. Jeśli kolejne kwartały przyniosą jednak bardziej pesymistyczne informacje gospodarcze, PGS może naszym zdaniem rozważać redukcję zatrudnienia, co będzie oznaczało pogorszenie perspektyw na powrót do wzrostów i przeskalowanie działalności w celu utrzymania rentowności. W naszej opinii jest to jednak mniej prawdopodobny scenariusz.

Niezależnie od obecnej sytuacji epidemicznej, sukcesywnie zmienia się struktura geograficzna i branżowa przychodów oraz segmentacja klientów PGS Software. Wraz ze spadkiem przychodów od wieloletniego największego klienta (Aviva), cała struktura przychodów stała się bardziej rozdrobniona, a co za tym idzie, zmienna z kwartału na kwartał. W roku 2019 obroty z klientem Bexio AG stanowiły 10,5% wszystkich uzyskanych przychodów, a obroty z klientem Aviva 9% wszystkich uzyskanych przychodów (odpowiednio: 5% i 19% w 2018 roku). W 1Q'20 żaden z klientów nie przekroczył 10% udziału w przychodach. Podobnie wygląda sytuacja Spółki pod względem podziału geograficznego i branżowego. **W obecnym otoczeniu, brak dominujących sektorów oraz klientów działa na korzyść Spółki, dywersyfikując ryzyko nagłej utraty znacznej części przychodów.**

Przypominamy jednak, że PGS Software tworzy oprogramowanie na zamówienie i nie oferuje produktów sprzedawanych wielokrotnie, ani nie uzyskuje przychodów z abonamentów, z kolei usługi utrzymania i serwisowania są każdorazowo przedmiotem odrębnego zlecenia.

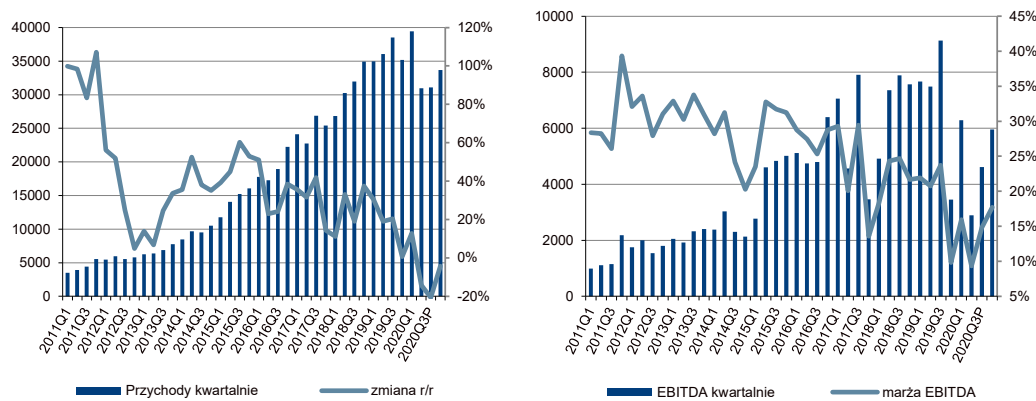
Na kolejnej stronie przedstawiamy nasze szacunki **dotyczące przyszłych wyników PGS Software.** Po raz pierwszy w historii Spółka może zaraportować ujemne dynamiki sprzedaży. W 2019r. obroty spółki wzrosły o 17% r/r, jednak przez gwałtowne zmniejszenie zleceń od największego klienta oraz dodatkowe inwestycje, zysk operacyjny pozostał praktycznie na niezmiennym poziomie r/r. co poskutkowało erozją marż. Zakładamy powrót do wzrostu rentowności od 2021r.

PGS Software: prognoza roczna sprzedaży oraz zysku EBITDA



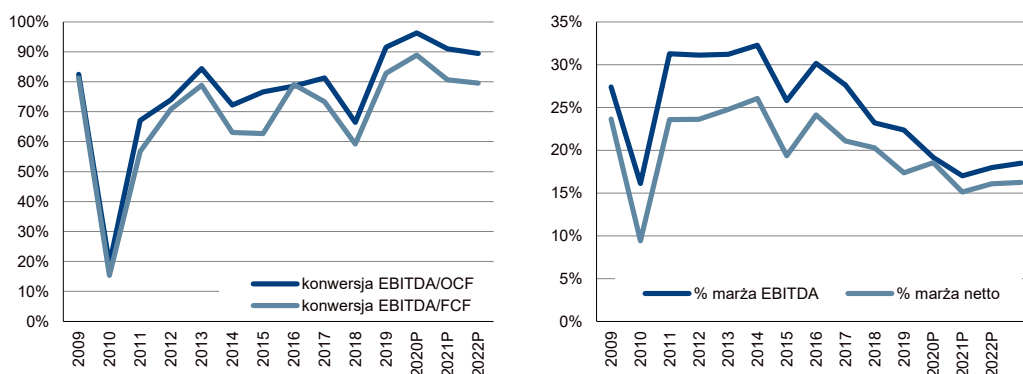
Źródło: spółka, Trigon DM

PGS Software: prognoza kwartalna sprzedaży oraz zysku EBITDA



Źródło: spółka, Trigon DM

PGS Software: konwersja EBITDA/OCF, EBITDA/FCF oraz marżowość

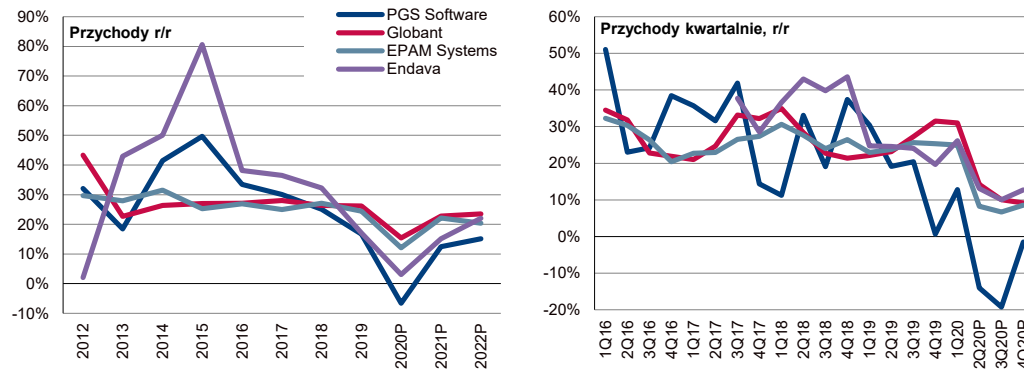


Źródło: spółka, Trigon DM

Porównanie z konkurencją

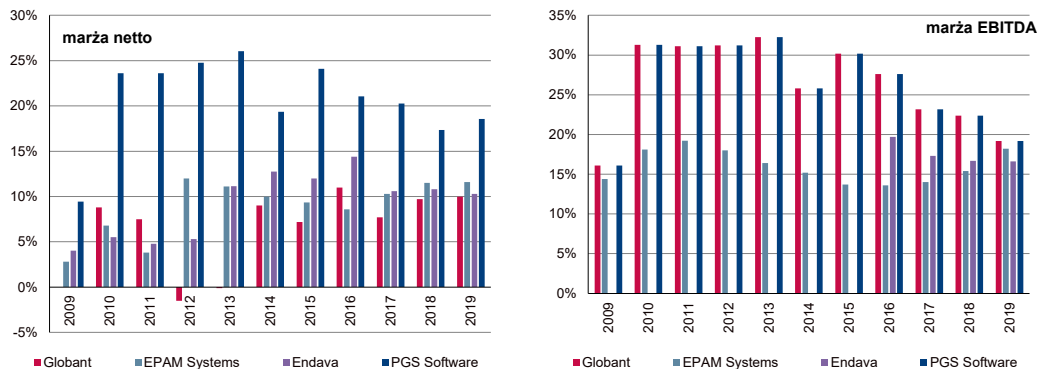
Przy zachowaniu podobnego profilu wzrostu do bezpośredniej konkurencji zagranicznej, PGS do tej pory odznaczała się lepszą konwersją gotówki i wyższą marżowością. Uważamy, że jako spółka o znacznie mniejszej skali działalności, PGS mocniej odczuje spadek biznesu w 2Q'20 i w całym 2020r., jednak kolejne lata w naszym scenariuszu powinny być powrotem do dwucyfrowych wzrostów.

Dynamika przychodów PGS Software oraz zagranicznych spółek porównywalnych



Źródło: Trigon DM, konsensus Bloomberg dla spółek porównywalnych

Porównanie rentowności PGS Software oraz zagranicznych spółek porównywalnych



Źródło: Trigon DM, konsensus Bloomberg dla spółek porównywalnych

Zmiany prognoz

Zmiany prognoz mIn PLN	2020P			2021P			2022P		
	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	135	134	1%	152	148	3%	169	166	2%
EBITDA	23	21	7%	27	25	9%	31	27	15%
EBIT	21	20	8%	25	23	9%	29	25	17%
Zysk netto	20	17	18%	24	21	17%	27	22	23%

Źródło: Trigon DM

Po wynikach 1Q'20 nieznacznie aktualizujemy nasze prognozy roczne, przyjmując że większość utraconych przychodów spółka już zidentyfikowała. Jak podano w ostatnim raporcie kwartalnym, obecnie pojawiają się nowe projekty, jednak w skali nieporównywalnej do utraty przychodów. Szansę na powrót zleceń i większą liczbę kontraktów widzimy w 2021r. Dopiero 2022r. powinien przynieść wyraźne ożywienie. W bardziej pesymistycznym scenariuszu, zakładającym przedłużanie się niepewności, drugą falę zachorowań oraz powrót do restrykcji, Spółka naszym zdaniem zdecyduje się na redukcję zatrudnienia i przeskalowanie biznesu.

Czynniki ryzyka

Portfel zamówień

PGS Software operuje w środowisku umów zawieranych na krótki termin pod konkretne projekty i zamówienia klienta. W przypadku wystąpienia kryzysu gospodarczego kontrahenci PGS są w stanie w krótkim czasie zakończyć współpracę ze Spółką bez ponoszenia kosztów kar umownych, co potwierdza obecna sytuacja związana ze skutkami pandemii koronawirusa. W przypadku przedłużania się niepewności gospodarczej, skutkującej wstrzymywaniem nowych projektów, widzimy ryzyko konieczności redukcji zatrudnienia i przeskalowania biznesu PGS Software.

Ryzyko walutowe

Zdecydowaną większość przychodów (~98% w 2019r.) Spółka generuje poza Polską, natomiast koszty pracy ponosi w PLN. Spółka ma ekspozycję na ryzyko walutowe w przypadku umocnienia się PLN względem innych walut, w szczególności GBP i EUR. W krótkim terminie PGS Software zabezpiecza swoją ekspozycję przy wykorzystaniu kontraktów terminowych (do 50-100% rocznych przychodów). W przypadku osłabienia złotego pojawia się negatywny wpływ wyceny instrumentów zabezpieczających co obniża wynik netto. (Spółka nie stosuje rachunkowości zabezpieczeń).

Ryzyko zmian prawnych

PGS Software działa w skali międzynarodowej i z tego względu jest narażona na liczne ryzyka prawne w każdym kraju prowadzonej działalności. Naszym zdaniem główne ryzyka w tym obszarze to możliwość (1) zmiany prawa pracy w Polsce - większość informatyków pracujących dla Spółki współpracuje na zasadach B2B, prowadząc jednoosobową działalność gospodarczą. Istnieje ryzyko zmiany prawa, która utrudni taki model rozliczania. W tym przypadku widzimy ryzyko wzrostu kosztów pracy dla Spółki; (2) wprowadzenia przepisów zaostrzających zasady świadczenia usług w modelu *off-shore* w jednym z głównych krajów działalności Spółki. Uważamy, że ryzyko wprowadzenia dodatkowych obciążeń na przedsiębiorców zmalało w okresie pandemii, jednak jego prawdopodobieństwo może się zwiększyć wraz z powrotem do ożywienia gospodarczego.

Ryzyko wzrostu wynagrodzeń

Największą pozycją kosztową PGS Software są wynagrodzenia (~70%). Koszty pracy w sektorze IT od wielu lat systematycznie rosną w tempie szybszym od wzrostu średniej płacy w Polsce. Trend ten może zostać krótkoterminowo wyhamowany ze względu na wpływ pandemii koronawirusa na rynek pracy, jednak wynagrodzenia wykwalifikowanych specjalistów naszym zdaniem nie będą mocno erodować, przez co Spółka może mieć trudności z proporcjonalnym podnoszeniem cen za swoje usługi.

Problemy z pozyskaniem pracowników

Wzrost biznesu Spółki jest ściśle powiązany ze wzrostem zatrudnienia. Problem z pozyskaniem wymaganej liczby pracowników może spowodować, że tempo wzrostu spółki może być niższe niż historycznie.

Ryzyko utraty kluczowych klientów

Pomimo modelu biznesowego Spółki i umów zawieranych na krótki termin, PGS Software buduje z klientami długoterminowe relacje oraz podpisuje umowy ramowe, a pracownicy zazwyczaj są przypisani do jednego projektu. Rozwój konkurencji zwiększa ryzyko nagłego wypowiedzenia umowy przez kluczowych klientów, co stwarza ryzyko mniej efektywnego wykorzystania zasobów ludzkich i w konsekwencji spadku przychodów. Ryzyko to zmaterializowało się w 2019r. Obecna bardziej rozdrobniona struktura klientów zmniejsza skalę wpływu wystąpienia tego ryzyka na wyniki Spółki.

Wycena

Podsumowanie wyceny:

Nasza wycena bazuje w 100% na metodzie DCF, która implikuje Cenę Docelową jednej akcji na poziomie 14,9 PLN (rekomendacja *Kupuj*, upside +25,6%).

Założenia do wyceny:

- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 2,0%
- Premia rynkowa 6%
- Współczynnik beta na poziomie 1,0x
- Rezydualna stopa wzrostu na poziomie 2%
- Stopa podatkowa na poziomie 11% (Spółka pod koniec 2019r. otrzymała pozytywną interpretację podatkową dotyczącą **ulgi IP Box**, na podstawie której preferencyjna stawka 5% będzie miała zastosowanie do ok. 90% przychodów zarówno począwszy od 2019r. W naszych prognozach przyjęliśmy średnią efektywną stopę podatkową na poziomie 11%.)

PGS Software: Wycena DCF

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	Terminal
EBIT	21,1	25,2	28,8	29,2	29,3	29,3	29,3	29,6	29,7	30,4	
Stopa podatkowa	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	
NOPLAT	18,8	22,4	25,7	26,0	26,0	26,1	26,0	26,4	26,5	27,0	26,8
Amortyzacja	1,9	2,1	2,4	2,6	2,9	3,1	3,4	3,7	4,0	5,5	
Nakłady inw estycyjne	1,7	2,8	3,0	3,3	3,7	4,0	4,4	4,7	5,1	5,5	
Inw estycje w kapitał obrotowy	-0,2	-1,8	-1,9	-0,9	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,5	
FCF	18,8	20,0	23,1	24,3	24,0	23,9	23,8	24,0	23,9	25,5	25,3
Dług / Kapitał własny	0%										
Stopa wolna od ryzyka	2,0%										
Premia rynkowa	6,0%										
Beta	1,0										
Koszt długu po podatku (%)	3,2%										
Koszt kapitału (%)	8,0%										
WACC (%)	8,0%										
Suma PV FCF 2020-29	153										
Stopa w zrostu FCF po '29	2%										
Zdyskontowana TV	192										
Dług netto	-35										
Udziały mniejszości	0										
Aktywa nieoperacyjne	0										
Wartość spółki (mln PLN)	380										
Liczba akcji (mln)	28,3										
Wartość 1 akcji (PLN, 1/1/2020)	13,4										
Cena Docelowa (12m)	14,9										

Źródło: Trigon DM

Wycena porównawcza

Do celów wyceny porównawczej przyjmujemy trzy spółki, które charakteryzują się analogicznym modelem biznesowym co PGS Software. Wycena porównawcza implikuje cenę 26,5 PLN na jedną akcję.

	M Cap (m EUR)	P/E			EV/EBITDA			FCF Y		
		2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
GLOBANT	4625	62,3	64,8	47,5	53,8	40,9	40,4	3,0	3,7	1,6
ENDAVA	2378	41,0	40,1	32,5	41,4	31,3	25,8	1,2	0,4	0,4
EPAM SYSTEMS	11005	41,8	40,7	31,9	33,4	26,9	24,7	7,0	8,6	4,5
Mediana		41,8	40,7	32,5	41,4	31,3	25,8	3,0	3,7	1,6
PGS Software	77	18,9	18,0	16,8	13,9	13,3	12,3	5,0	5,1	5,1
PGS Software wycena wynikowa		26,8	27,4	23,4	33,6	26,9	24,0	20,3	16,9	39,5
Wycena (średnia roczna)			25,8			28,2			25,6	

Źródło: Bloomberg, prognozy Trigon DM

Zmiany prognoz i wycen

PGS Software: Zmiany prognoz

Zmiany prognoz mIn PLN	2020P			2021P			2022P		
	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	135	134	1%	152	148	3%	169	166	2%
EBITDA	23	21	7%	27	25	9%	31	27	15%
EBIT	21	20	8%	25	23	9%	29	25	17%
Zysk netto	20	17	18%	24	21	17%	27	22	23%

Źródło: Trigon DM

PGS Software: Zmiany wycen

Wycena/waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	14,9	100%	12,3	100%	22%
Wycena porównawcza	26,5	0%	25,5	0%	4%

Źródło: Trigon DM

Rachunek wyników (mln PLN)

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	99	124	145	135	152	169
Koszty wytworzenia	78	98	119	113	125	138
Zysk ze sprzedaży	21,5	25,9	25,9	21,8	26,7	30,5
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-0,1	0,1	0,0	-0,7	-1,5	-1,7
EBITDA	23,0	27,7	27,7	23,0	27,3	31,2
EBITDA skor.	23,0	27,7	27,7	23,0	27,3	31,2
Amortyzacja	1,5	1,7	1,9	1,9	2,1	2,4
EBIT	21,4	26,0	25,8	21,1	25,2	28,8
Wynik na działalności finansowej	3,5	0,4	3,3	1,9	2,2	1,9
Zysk brutto	24,9	26,3	29,0	23,0	27,5	30,8
Podatek dochodowy	4,8	4,8	2,2	2,5	3,0	3,4
Zysk mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	20,1	21,5	26,8	20,4	24,4	27,4
Zysk netto skor.	20,1	21,5	26,8	20,4	24,4	27,4

marża brutto ze sprzedaży	21,7%	20,9%	17,9%	16,1%	17,6%	18,1%
marża EBITDA skor.	23,2%	22,4%	19,2%	17,0%	18,0%	18,5%
marża EBIT	21,6%	21,0%	17,9%	15,6%	16,6%	17,1%
marża netto skor.	20,3%	17,4%	18,6%	15,1%	16,1%	16,2%

zmiana przychodów r./r.	30%	25%	17%	-7%	12%	11%
zmiana w wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	6%	21%	0%	-16%	23%	14%
zmiana EBITDA skor. r./r.	9%	21%	0%	-17%	19%	14%
zmiana EBIT r./r.	8%	21%	-1%	-18%	19%	14%
zmiana zysku netto skor. r./r.	25%	7%	25%	-24%	19%	12%

	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
Przychody	34,9	35,0	36,1	38,5	35,2	39,5
Koszty wytworzenia	27,8	27,7	28,9	29,9	32,3	31,6
Zysk ze sprzedaży	7,1	7,2	7,2	8,6	2,9	7,8
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-0,5	0,0	-0,2	0,1	0,1	-2,3
EBITDA	7,6	7,7	7,5	9,1	3,5	6,3
EBITDA skor.	7,6	7,7	7,5	9,1	3,5	6,3
Amortyzacja	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EBIT	7,1	7,2	7,0	8,6	3,0	5,8
Wynik na działalności finansowej	0,3	-0,2	1,4	-0,5	2,5	-1,9
Zysk brutto	7,5	7,0	8,4	8,2	5,5	3,9
Podatek dochodowy	1,5	1,7	1,6	1,3	-2,9	0,8
Zysk mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	6,0	5,3	6,8	6,8	7,9	3,1
Zysk netto skor.	6,0	5,3	6,8	6,8	7,9	3,1

marża brutto ze sprzedaży	20,4%	20,6%	19,9%	22,3%	8,2%	19,8%
marża EBITDA skor.	21,7%	21,9%	20,8%	23,7%	9,8%	15,9%
marża EBIT	20,4%	20,6%	19,5%	22,4%	8,4%	14,6%
marża netto skor.	17,0%	15,3%	18,8%	17,8%	22,5%	7,8%

zmiana przychodów r./r.	37,4%	30,4%	19,1%	20,4%	0,7%	12,8%
zmiana w wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	126,4%	61,9%	3,9%	15,2%	-59,5%	8,1%
zmiana EBITDA skor. r./r.	119,0%	56,2%	1,8%	15,7%	-54,4%	-18,0%
zmiana EBIT r./r.	134,7%	60,4%	1,4%	15,7%	-58,7%	-19,9%
zmiana zysku netto skor. r./r.	65,9%	32,0%	67,4%	-8,5%	32,7%	-42,0%

Źródło: Spółka, Trigon DM

Bilans (mln PLN)

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa trwałe	4,2	5,3	5,3	5,1	5,8	6,5
Rzeczowe aktywa trwałe	3,1	3,8	4,0	3,9	4,5	5,1
Wartości niematerialne i prawne	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje długoterminowe	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Pozostałe	0,6	0,8	0,5	0,5	0,6	0,6
Aktywa obrotowe	30,1	34,7	60,7	80,4	85,6	90,1
Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności handlowe	15,4	20,3	19,2	18,6	21,7	24,9
Pozostałe	0,6	2,9	6,3	7,9	8,0	8,1
Gotówka	14,1	11,5	35,2	53,8	55,9	57,1
Aktywa	34,3	40,1	67,6	85,4	91,3	96,6
Kapitał własny	23,5	27,5	54,3	73,0	77,4	81,2
Kapitał zakładowy	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Pozostałe	2,8	5,4	26,9	52,0	52,4	53,2
Zysk (strata) netto	20,1	21,5	26,8	20,4	24,4	27,4
Kapitały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	0,7	0,9	0,5	0,5	0,5	0,5
Zobowiązania oprocentowane	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,7	0,9	0,5	0,5	0,5	0,5
Zobowiązania krótkoterminowe	8,9	10,5	11,4	10,6	11,9	13,2
Zobowiązania oprocentowane	0,5	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3
Zobowiązania handlowe	4,2	5,3	7,3	6,8	6,8	6,8
Pozostałe	4,2	4,5	3,7	3,5	4,8	6,1
Pasywa	34,3	40,1	67,6	85,4	91,3	96,6
Kapitał obrotowy netto	11	15	12	12	15	18
Dług netto	-14	-11	-35	-54	-56	-57
Dług netto skor.	-14	-11	-35	-54	-56	-57
Dług netto/EBITDA (x)	-0,6	-0,4	-1,3	-2,3	-2,0	-1,8
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,6	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7
ROE (%)	96%	84%	66%	52%	48%	44%
ROA (%)	65%	58%	50%	40%	38%	36%
Cykl konwersji gotówki (dni)	36	35	31	27	29	32
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	53	53	50	50	49	51
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	17	18	19	23	20	19

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przepływy z działalności operacyjnej	19	18	25	22	25	28
Zysk (strata) netto	20	22	27	20	24	27
Amortyzacja	2	2	2	2	2	2
Zmiany w kapitale obrotowym	-1	-3	2	0	-2	-2
Zmiana zapasów	0	0	0	0	0	0
Zmiana należności handlowych	-2	-5	1	1	-3	-3
Zmiana zobowiązań handlowych	1	2	1	-1	1	1
Pozostałe	-2	-1	-5	0	0	0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2	-2	-2	-2	-3	-3
CAPEX	-3	-2	-2	-2	-3	-3
Pozostałe	1	0	0	0	0	0
Przepływy z działalności finansowej	-15	-18	-0,5	-2	-20	-24
Zmiana zobowiązań oprocentowanych	0	0	0	0	0	0
Wpływy z emisji akcji	0	0	0	0	0	0
Dywidenda	-15	-18	0	0	-18	-22
Pozostałe	-1	-1	0	-2	-2	-2
Przepływy pieniężne netto	1	-2	22	19	2	1
Środki pieniężne na początek okresu	11	14	11	35	54	56
Środki pieniężne na koniec okresu	14	11	35	54	56	57

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, Przemysł drzewny***Kacper Koproń***Gaming, TMT***Katarzyna Kosiorek***Biotechnologia***Michał Kozak***Paliwa, Chemia, Energetyka***Dominik Niszczyński***TMT***Łukasz Rudnik***Przemysł, Wydobycie***David Sharma****Martyna Szymczykowska**

Sales:

Paweł Szczepeński, Head of Sales**Paweł Czupryński****Sebastian Kosakowski****Artur Pałka****Michał Sopiński**

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 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 – PGS Software 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: Martyna Szymczykowska

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 metodyk oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto metodę DCF. Wycena, metodyka wyceny lub przyjęte założenia nie ulegały zmianie od daty sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia Dokumentu.

Dokument nie został przedstawiony emitentowi a następnie zmieniony. Dokument nie uległ 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.

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; rozważania wykorzystania 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 sporządzeniu 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 konfliktami 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 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 GPW.

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 zapoznana 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 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 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: 8 czerwca 2020 r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 8 czerwca 2020 r. godz.: 8:25