

PGS Software

Odbudowa po nagłym spowolnieniu

PGS Software zostało relatywnie mocno na tle sektora dotknięte przez spowolnienie związane z pandemią, natomiast istotna poprawa dynamiki rocznej przychodów powinna być już widoczna w ostatnim kwartale tego roku z marginalnym spadkiem r/r wobec -13% i -15% w 2Q i 3Q20. Biorąc pod uwagę powyższą poprawę dynamiki i uwzględniając mocną korektę kursu we wrześniu widzimy obecne poziomy jako atrakcyjne do zajęcia pozycji w oczekiwaniu na odbicie w latach 2021-2022. Długoterminowe trendy pozostają wspierające dla spółki - zakładamy, że Polska utrzyma silną pozycję na rynku outsourcingu zaawansowanych usług IT a PGS będzie jednym z beneficjentów tego scenariusza. Sądzymy, że spółka wróci na ścieżkę wzrostu i w drugim półroczu 2021 będzie już generować wyniki porównywalne do rekordowych 2018-2019, a jednocześnie skupi się na zwiększaniu sprzedaży choć w początkowej fazie może to skutkować niższą niż w poprzednich latach rentownością.

Wyniki za 2Q20: Przychody w drugim kwartale spadły o 13% r/r i 21% q/q do 31,3 mln PLN a wynik operacyjny był niższy o 39% r/r i 26% q/q. Zysk netto zmniejszył się o 19% r/r (+78% q/q) do 5,5 mln PLN. Zysk brutto na sprzedaży wyniósł 2,7 mln PLN, spadek z 8,0 mln PLN w 1Q20. Po dobrym kwietniu spółka zaksięgowła niewielką stratę ze sprzedaży w maju i czerwcu. Koszty sprzedaży i marketingu pozostały na niezmiennym poziomie 2,3 mln PLN co potwierdza nastawienie na wzrost w średnim okresie.

Perspektywy na kolejne miesiące: Do września spółka mocno ograniczyła koszty, a łączna liczba pracowników spadła o około 100 osób w stosunku szczytu z jesieni 2019, tj. ponad 15% załogi. Przychody stopniowo się odbudowują a sprzedaż w IV kwartale powinna wzrosnąć o 5% q/q, natomiast nakłady ponoszone na rozwój i zdobywanie nowych klientów mogą ciężać na wynikach. Sądzymy że spółka odbuduje wyniki dopiero bliżej drugiego półrocza 2021, zależnie od tempa wzrostu wydatków u swoich klientów i zdolności pozyskiwania nowych klientów. Obecnie ławka jest bardzo krótka a zespoły są uzupełniane (liczba ogłoszeń o pracę na stronie spółki przekroczyła 70 wobec około 40 w sierpniu). Uwzględniając wzrost przychodów vs. drugi kwartał, obniżki kosztów i zakończenie okresu upustów zakładamy, że wynik ze sprzedaży w drugim półroczu będzie zbliżony do pierwszego (11 mln), a tegoroczny zysk netto obniży się o 1/3 do 18 mln. Na przyszły rok zakładamy wzrost zamówień od istniejących klientów ale nadal wolne pozyskania nowych (nadal brak możliwości podróżowania). Relacje z klientami pozyskanymi w 2Q i 3Q20 były nawiązane jeszcze przed wybuchem pandemii. Jednocześnie szacujemy wzrost zysku netto o 11% r/r w 2021 i 12% r/r w 2022r.

Wycena: Wyceniamy PGS Software bazując na metodzie DCF (100% wagi w cenie docelowej PLN 13,6 PLN, 3% poniżej poprzedniej ceny 14,0 PLN).

| mIn PLN | 2017 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P | 2022P |
|---------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody | 99,1 | 124,0 | 144,7 | 138,2 | 153,0 | 171,4 |
| EBITDA | 23,0 | 27,7 | 27,7 | 23,0 | 25,3 | 28,2 |
| EBIT | 21,4 | 26,0 | 25,8 | 21,1 | 23,2 | 25,8 |
| Zysk netto | 20,1 | 21,5 | 26,8 | 18,2 | 21,0 | 23,4 |
| EPS (PLN) | 0,71 | 0,76 | 0,95 | 0,65 | 0,74 | 0,83 |
| P/E (x) | 15,0 | 14,1 | 11,3 | 16,6 | 14,4 | 12,9 |
| EV/EBITDA (x) | 12,6 | 10,5 | 9,7 | 11,6 | 10,4 | 9,4 |
| P/BV (x) | 12,9 | 11,0 | 5,6 | 5,3 | 5,1 | 4,8 |
| DY (%) | 5,0% | 5,8% | 0,0% | 4,7% | 5,4% | 6,3% |

Źródło: dane spółki, Trigon DM

Kupuj

(Poprzednia: Kupuj)

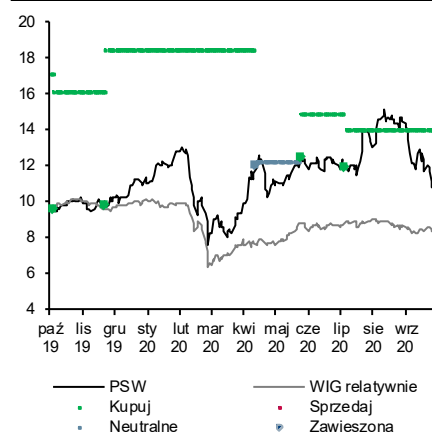
Cena docelowa: 13,6 PLN

Potencjał wzrostu: +27%

DANE SPÓŁKI

| | | | |
|-------------------------|-------------|-------|-------|
| Ticker | PSW | | |
| Sektor | IT | | |
| Kurs (PLN) | 10,70 | | |
| 52 tyg. min/max (PLN) | 7,45 / 15,1 | | |
| Liczba akcji (mln szt.) | 28,3 | | |
| Kapitalizacja (mln PLN) | 302 | | |
| Free-float | 35,3% | | |
| Śr. obroty 3M (mln PLN) | 0,10 | | |
| Zmiana kursu | 1M | 3M | 1Y |
| | -25,4% | -9,7% | 10,2% |

KURS NA TLE WIG



HISTORIA REKOMENDACJI

| | Data | Wycena |
|----------|------------|--------|
| Kupuj | 20.07.2020 | 14,0 |
| Kupuj | 08.06.2020 | 14,9 |
| 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 |

AKCJONARIAT

| | Udział % |
|------------------|----------|
| Presto FIZ AN | 31,9% |
| Infinitas FIZ AN | 31,9% |
| NN OFE | 7,4% |

WAŻNE DATY

| | |
|--------------------|------------|
| Raport III kw. '20 | 27.11.2020 |
|--------------------|------------|

ANALITYK

Dominik Niszczyński
+48 (22) 4338 390
dominik.niszczy@trigon.pl

PGSSOFT

Bloomberg ticker

PSW PW

Rekomendacja

Kupuj

Cena docelowa (PLN)

13,6

Kurs (PLN)

10,7

Potencjał wzrostu

27,1%

Poprzednia rekomendacja

Kupuj

Poprzednia cena docelowa (PLN)

14,0

Liczba akcji (mln)

28,3

Kapitalizacja (mln PLN)

302

EV (mln PLN)

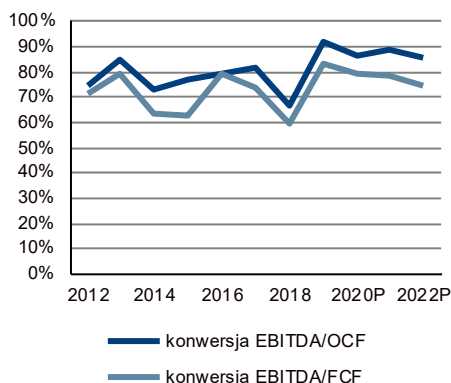
268

Dominik Niszczy

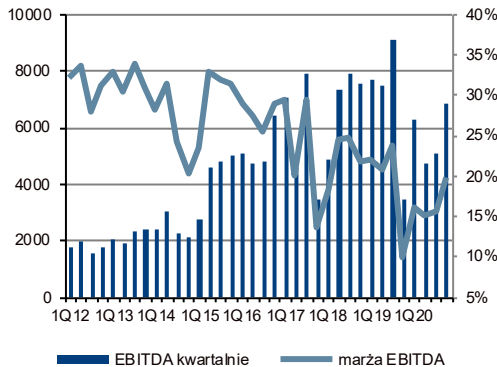
+48 (22) 4338 390

dominik.niszczy@trigon.pl

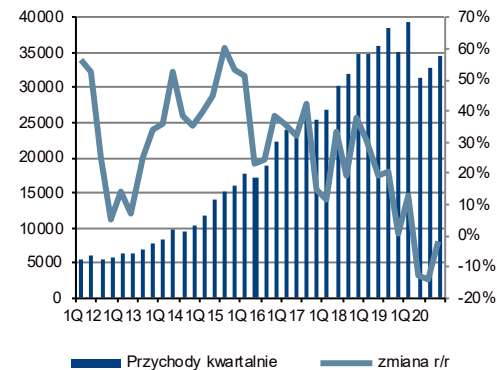
Konwersja EBITDA na gotówkę



EBITDA i marża EBITDA kwartalnie



Przychody kwartalnie



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

| Wskaźniki finansowe | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P | 2022P |
|-------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| EPS (PLN) | 0,8 | 0,9 | 0,6 | 0,7 | 0,8 |
| EPS skor. (PLN) | 0,8 | 0,9 | 0,6 | 0,7 | 0,8 |
| DPS (PLN) | 0,6 | 0,0 | 0,5 | 0,6 | 0,7 |
| BVPS (PLN) | 1,0 | 1,9 | 2,0 | 2,1 | 2,2 |
| Liczba akcji (mln) | 28,3 | 28,3 | 28,3 | 28,3 | 28,3 |
| Kapitalizacja (mln PLN) | 302 | 302 | 302 | 302 | 302 |
| EV (mln PLN) | 292 | 268 | 266 | 264 | 264 |

| Rachunek zysków i strat (mln PLN) | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P | 2022P |
|-----------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Przychody | 124 | 145 | 138 | 153 | 171 |
| Koszty wytworzenia | 98 | 119 | 117 | 130 | 145 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 26 | 26 | 21 | 23 | 26 |
| EBITDA | 28 | 28 | 23 | 25 | 28 |
| EBITDA skor. | 28 | 28 | 23 | 25 | 28 |
| Amortyzacja | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| EBIT | 26 | 26 | 21 | 23 | 26 |
| Zysk brutto | 26 | 29 | 20 | 23 | 26 |
| Zysk mniejszości | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Zysk netto | 22 | 27 | 18 | 21 | 23 |
| Zysk netto skor. | 22 | 27 | 18 | 21 | 23 |

| Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN) | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P | 2022P |
|---|------------|-----------|------------|------------|------------|
| Przepływy z działalności operacyjnej | 18 | 25 | 20 | 22 | 24 |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -2 | -2 | -2 | -3 | -3 |
| CAPEX | -2 | -2 | -2 | -3 | -3 |
| Przepływy z działalności finansowej | -18 | 0 | -16 | -18 | -21 |
| Dywidenda | -18 | 0 | -14 | -16 | -19 |
| FCF | 16 | 23 | 18 | 20 | 21 |
| Przeptywy pieniężne netto | -2 | 22 | 2 | 2 | 0 |

| Bilans (mln PLN) | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P | 2022P |
|---------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Aktywa | 40 | 68 | 69 | 74 | 78 |
| 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 | 37 | 39 | 39 |
| Pasywa | 40 | 68 | 69 | 74 | 78 |
| Kapitał własny | 27 | 54 | 57 | 60 | 62 |
| Kapitały mniejszości | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Zobowiązania oprocentowane | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Dług netto skor. | -11 | -35 | -37 | -38 | -39 |
| Kapitał obrotowy netto | 15 | 12 | 12 | 14 | 17 |

| Wskaźniki operacyjne | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P | 2022P |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| wzrost sprzedaży (%) | 25% | 17% | -5% | 11% | 12% |
| wzrost EPS skor. (%) | 7% | 25% | -32% | 15% | 11% |
| marża brutto na sprzedaży (%) | 20,9% | 17,9% | 15,4% | 15,3% | 15,1% |
| marża EBITDA skor. (%) | 22,4% | 19,2% | 16,6% | 16,6% | 16,4% |
| marża EBIT (%) | 21,0% | 17,9% | 15,2% | 15,2% | 15,0% |
| marża netto skor. (%) | 17,4% | 18,6% | 13,2% | 13,7% | 13,6% |
| ROE (%) | 84,5% | 65,6% | 50,5% | 47,5% | 44,9% |
| ROA (%) | 57,9% | 49,9% | 38,2% | 36,9% | 35,5% |
| CAPEX/Sprzedaż (%) | 2,0% | 1,5% | 1,3% | 1,7% | 1,7% |
| CAPEX/Amortyzacja (x) | 1,5 | 1,1 | 0,9 | 1,2 | 1,2 |
| Dług netto/kapitał własny (x) | -0,4 | -0,6 | -0,6 | -0,6 | -0,6 |
| Dług netto/EBITDA (x) | -0,4 | -1,2 | -1,6 | -1,5 | -1,4 |
| 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 | 49 | 49 | 51 |
| Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni) | 18 | 19 | 22 | 20 | 19 |

Źródło: Spółka, Trigon DM

Prognozy wyników za 3Q'20

- Lepsze wyniki przychodowe w lipcu, lekkie spowolnienie w sierpniu (ale niższe koszty ze względu na urlopy) i odbudowa we wrześniu skutkowały wzrostem przychodów o 5% q/q zgodnie z wstępnymi wynikami zaraportowanymi na początku miesiąca.
- Część upustów dla klientów trwała do września ale jednocześnie koszty stopniowo spadały osiągając minimum we wrześniu. Sądzymy że spółka może lekko poprawić wynik operacyjny względem poprzedniego kwartału (zakładamy dalsze małe odwrócenie odpisów na należności), natomiast zabezpieczenia walutowe będą widoczne na poziomie kosztów finansowych (PLN 0,8 mln). Zysk ze sprzedaży szacujemy na 4,4 mln PLN wobec niecałych 3 mln w 2Q20 i 8,6 mln w 3Q19.

| mIn PLN | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20P | y/y | q/q |
|-------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|------|
| Przychody | 32,0 | 34,9 | 35,0 | 36,1 | 38,5 | 35,2 | 39,5 | 31,3 | 32,9 | -15% | 5% |
| EBITDA | 7,9 | 7,6 | 7,7 | 7,5 | 9,1 | 3,5 | 6,3 | 4,7 | 5,1 | -44% | 7% |
| EBIT | 7,5 | 7,1 | 7,2 | 7,0 | 8,6 | 3,0 | 5,8 | 4,3 | 4,6 | -46% | 8% |
| Zysk netto | 7,5 | 6,0 | 5,3 | 6,8 | 6,8 | 7,9 | 3,1 | 5,5 | 3,5 | -50% | -37% |
| P/E 12M trailing | 12,3 | 9,9 | 8,4 | 7,1 | 12,1 | 11,3 | 12,3 | 13,0 | 15,2 | | |
| EV/EBITDA 12M trailing | 9,6 | 7,5 | 6,1 | 5,3 | 8,7 | 9,7 | 10,1 | 10,8 | 13,5 | | |
| zmiana przychodów r./r. | 19% | 37% | 30% | 19% | 20% | 1% | 13% | -13% | -15% | | |
| marża EBITDA | 25% | 22% | 22% | 21% | 24% | 10% | 16% | 15% | 15% | | |
| marża EBIT | 23% | 20% | 21% | 19% | 22% | 8% | 15% | 14% | 14% | | |
| marża netto | 23% | 17% | 15% | 19% | 18% | 22% | 8% | 18% | 11% | | |

Źródło: dane spółki, Trigon DM

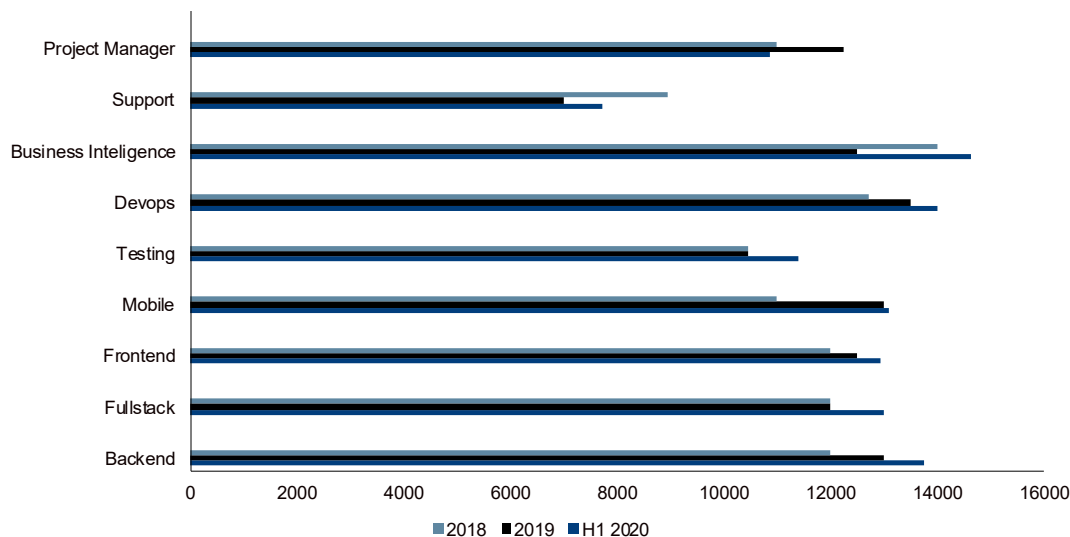
Wyniki za 2Q 20

- Przychody w drugim kwartale spadły o 13% r/r i 21% q/q do 31,3 mln PLN na skutek oszczędności w wydatkach IT wdrażanych przez klientów spółki. Wynik operacyjny był niższy o 39% r/r i 26% q/q, a zysk netto zmniejszył się o 19% r/r (+78% q/q) do 5,5 mln PLN.
- Zysk brutto na sprzedaży wyniósł 2,7 mln PLN, spadek z 8,0 mln PLN w 1Q20. Po dobrym kwietniu spółka zaksięgowła niewielką stratę ze sprzedaży w maju i czerwcu.
- W trzecim kwartale w żadnym miesiącu nie powinno być straty. Spółka zabezpieczyła ryzyko walutowe po kursie EUR/PLN 4,49 na najbliższe terminy.
- Przychody okazały się o 0,7 mln PLN wyższe niż wstępnie prognozowane na początku lipca, natomiast spadek kosztów był silniejszy niż zakładaliśmy. Wynik wsparło odwrócenie odpisów należności w wysokości 1,6 mln PLN (oczekiwane), a na koszty finansowe pozytywnie wpłynęły różnice kursowe (+0,9 mln PLN wpływu netto). Spółka mocno ograniczyła koszty, a łączna liczba pracowników spadła o około 100 osób w stosunku do jesieni, tj. ponad 15% załogi. Koszty sprzedaży i marketingu pozostały na niezmiennym poziomie 2,3 mln PLN, co potwierdza nastawienie na wzrost w średnim okresie, może jednak obciążać wynik w kolejnych kwartałach.

Rynek pracy informatyków

Mimo ostatnich wzrostów wynagrodzeń Polska pozostaje nadal atrakcyjnym rynkiem dla klientów z Europy Zachodniej. Poniżej przedstawiamy zmiany wynagrodzeń w ostatnich latach na wybranych stanowiskach w Polsce oraz porównanie wynagrodzeń z innymi krajami.

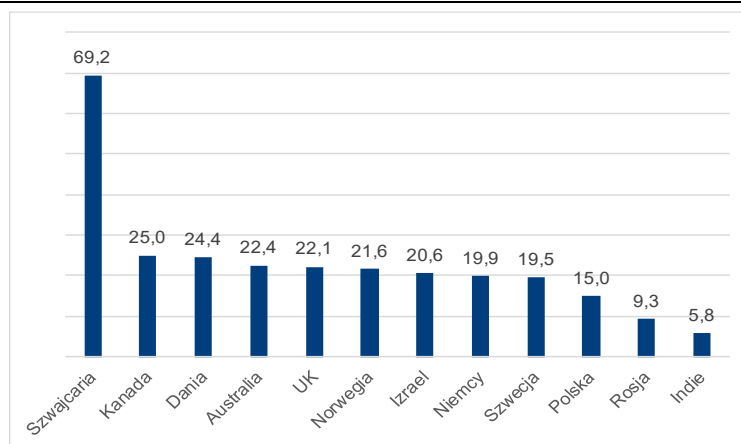
Średnie wynagrodzenia w zależności od specjalizacji w Polsce (PLN)



Źródło: No Fluff Jobs, Businessinsider

Polska pozostaje tańsza od krajów zachodnich ale z dużą różnicą vs. tańsze kraje ze wschodu.

Średnia stawka godz. na stanowisku software developer w USD



Źródło: Payscale

W długim okresie duża liczba informatyków na Ukrainie i Białorusi może skutkować powstaniem w tych krajach kolejnych podmiotów zaawansowanych na tyle żeby konkurować z firmami m.in. polskimi, natomiast w krótszym okresie tamtejsi pracownicy mogą nadal przenosić się na polski rynek i pozytywnie wpłynąć na dostępność pracowników dla polskich graczy. Z drugiej strony warto podkreślić, że blisko 1/3 pracowników globalnego gracza Epam, większego konkurenta PGS, pracuje z Białorusi, gdzie opodatkowanie biznesów IT pozostaje relatywnie atrakcyjne. Poza krajami wspomnianymi w tabeli poniżej, w regionie wschodnie Europy warto uwzględnić także Rosję z liczbą ponad 500 tys. deweloperów IT.

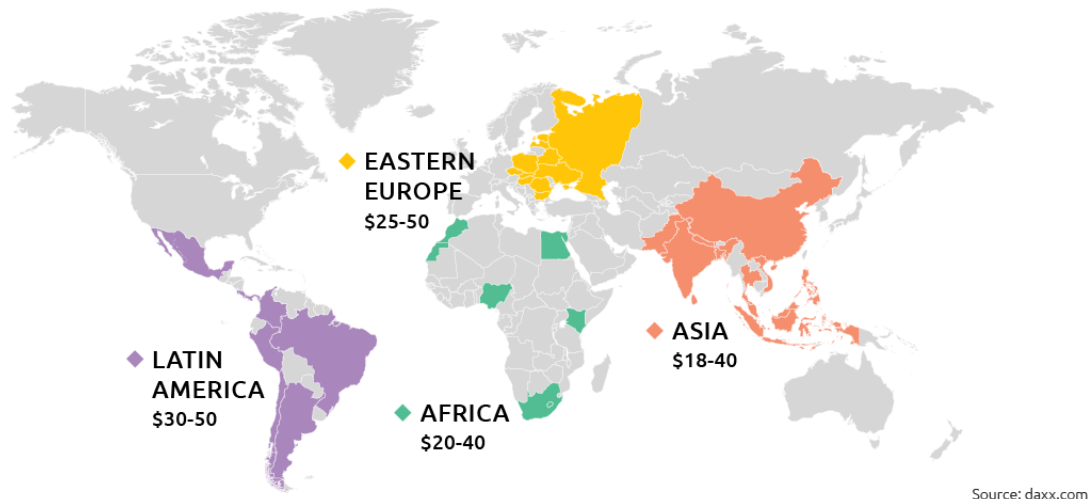
Liczby deweloperów i stawki za outsourcing w krajach Europy Śr.-Wsch.

| | Populacja (mln) | Liczba deweloperów (tys.) | Stawki za outsourcing (USD/godz.) |
|-----------|-----------------|---------------------------|-----------------------------------|
| Polska | 38 | 279 | 40-56 |
| Ukraina | 44 | 185 | 26-43 |
| Rumunia | 20 | 116 | 26-45 |
| Czechy | 11 | 96 | 34-53 |
| Węgry | 10 | 80 | 39-52 |
| Bułgaria | 7 | 55 | 34-51 |
| Białoruś | 10 | 54 | 28-43 |
| Chorwacja | 4 | 29 | 25-49 |

Źródło: <https://www.daxx.com/whitepapers/nearshore-software-development-eastern-europe>

Porównanie przykładowych stawek za outsourcing offshore w kluczowych regionach wskazuje na niewielkie różnice między Europą i Ameryką Południową, ale nadal widać istotną przewagę kosztową Azji.

Stawki za outsourcing w wybranych regionach (USD/godz.)



Źródło: <https://www.daxx.com/uploads/offshore-developer-rates-by-region20200124.png>

Wycena

Założenia wyceny DCF:

- 1) Stopa wolna od ryzyka na poziomie 1,8%, premia rynkowa 6,0%;
- 2) Współczynnik beta nielewarowana na poziomie 1,1x z uwagi na znaczną ekspozycję wyniku na spowolnienie gospodarcze (kontrakty krótkoterminowe), rezydualna stopa wzrostu na poziomie 1,5%;
- 3) W okresie prognozy uwzględniamy korzyści z ulgi IP Box, natomiast do wartości terminalnej stosujemy stopę podatkową 19%;
- 4) Nasza cena docelowa bazuje w 100% na metodzie DCF.

PGS Software: Wycena DCF

| | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | Terminal |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
| EBIT | 21,1 | 23,2 | 25,8 | 27,4 | 29,1 | 30,5 | 31,4 | 32,1 | 32,5 | 32,6 | 32,9 |
| Stopa podatkowa | 8% | 10% | 10% | 10% | 10% | 10% | 10% | 10% | 10% | 10% | 19% |
| NOPLAT | 19,5 | 20,9 | 23,2 | 24,7 | 26,2 | 27,5 | 28,3 | 28,9 | 29,3 | 29,4 | 26,7 |
| Amortyzacja | 1,9 | 2,1 | 2,4 | 2,7 | 3,0 | 3,3 | 3,6 | 3,9 | 4,3 | 5,5 | 5,5 |
| Nakłady inw estycyjne | -1,8 | -2,6 | -3,0 | -3,3 | -3,6 | -4,0 | -4,4 | -4,7 | -5,1 | -5,5 | -5,5 |
| Inw estycje w kapitał obrotowy | -0,3 | -0,9 | -1,9 | -1,0 | -1,3 | -1,4 | -1,4 | -1,5 | -1,5 | -1,6 | -1,6 |
| Przejęcia, inne korekty | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| FCF | 19,3 | 19,5 | 20,7 | 23,1 | 24,2 | 25,4 | 26,1 | 26,6 | 26,8 | 27,7 | 25,0 |

| | |
|------------------------------|-------------|
| Dług / Kapitał własny | 0% |
| Stopa wolna od ryzyka | 1,8% |
| Premia rynkowa | 6,0% |
| Beta | 1,1 |
| Koszt długu po podatku (%) | 3,2% |
| Koszt kapitału (%) | 8,4% |
| WACC (%) | 8,4% |

| | | | | | | | | | | |
|---------------------------------|-------------|--|--|--|--|--|--|--|--|--|
| Suma PV FCF 2020-29 | 153 | | | | | | | | | |
| Stopa w zrostu FCF po '29 | 2% | | | | | | | | | |
| Zdyskontowana TV | 162 | | | | | | | | | |
| Dług netto | -35 | | | | | | | | | |
| Udziały mniejszości | 0 | | | | | | | | | |
| Aktywa nieoperacyjne | 0 | | | | | | | | | |
| Wartość spółki (mln PLN) | 351 | | | | | | | | | |
| Liczba akcji (mln) | 28,3 | | | | | | | | | |
| Wartość 1 akcji (PLN, 1/1/2020) | 12,4 | | | | | | | | | |
| Cena Docelowa (12m) | 13,6 | | | | | | | | | |

Źródło: Trigon DM

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. Istnieje ryzyko zmiany prawa, która utrudni taki model rozliczania i może skutkować wyższymi kosztami 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. Wzrost liczby wykwalifikowanych pracowników z Ukrainy czy Białorusi na rynku polskim może wpływać na ograniczenie ryzyka.

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 porównawcza

PSW: Wycena porównawcza

| Spółka | MC [m EUR] | EV/EBITDA | | | P/E | | |
|---|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | 2020P | 2021P | 2022P | 2020P | 2021P | 2022P |
| GLOBANT SA | 6 195 | 47,7 | 35,3 | 28,0 | 80,3 | 60,6 | 49,3 |
| ENDAVA PLC- SPON ADR | 3 044 | 38,9 | 31,8 | 25,1 | 53,7 | 50,4 | 39,5 |
| EPAM SYSTEMS INC | 15 813 | 38,7 | 29,8 | 24,4 | 56,0 | 46,2 | 37,4 |
| Mediana: spółki zagraniczne | | 38,9 | 31,8 | 25,1 | 56,0 | 50,4 | 39,5 |
| PSW | | 11,6 | 10,4 | 9,4 | 16,6 | 14,4 | 12,9 |
| Wycena na akcję | | 32,9 | 29,8 | 26,3 | 36,1 | 37,5 | 32,7 |
| Średnia wycena dla poszczególnych wskaźników | | | 29,7 | | | 35,4 | |

Źródło: Bloomberg, Trigon DM

Zmiany prognoz

| Zmiany prognoz mIn PLN | 2020P | | | 2021P | | | 2022P | | |
|---------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| | Nowa | Stara | Zmiana | Nowa | Stara | Zmiana | Nowa | Stara | Zmiana |
| Przychody | 138 | 135 | 2% | 153 | 152 | 1% | 171 | 169 | 1% |
| EBITDA | 23 | 23 | 0% | 25 | 27 | -6% | 28 | 31 | -9% |
| EBIT | 21 | 21 | 0% | 23 | 25 | -7% | 26 | 29 | -11% |
| Zysk netto | 18 | 20 | -9% | 21 | 24 | -12% | 23 | 27 | -13% |

Źródło: Trigon DM

- (1) Przychody w 2020 i dynamika w kolejnych latach zbliżone do poprzednich prognoz.
- (2) Nieznacznie zwiększamy prognozę kosztów w kolejnych latach (płace, marketing).
- (3) Niższy zysk netto w 2020 związany ze wzrostem kosztów finansowych (różnice kursowe).

PGS Software: Zmiany wycen

| Wycena/waga | Obecna | | Poprzednia | | Zmiana |
|--------------------|--------|------|------------|------|--------|
| Wycena DCF | 13,6 | 100% | 14,0 | 100% | -3% |
| Wycena porównawcza | 32,6 | 0% | 25,1 | 0% | 30% |

Źródło: Trigon DM

Rachunek wyników (mln PLN)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P | 2022P |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody | 99 | 124 | 145 | 138 | 153 | 171 |
| Koszty w ytw orzenia | 78 | 98 | 119 | 117 | 130 | 145 |
| Zysk ze sprzedaży | 21,5 | 25,9 | 25,9 | 21,3 | 23,3 | 26,0 |
| Wynik na pozostałej działalności operacyjnej | -0,1 | 0,1 | 0,0 | -0,2 | -0,2 | -0,2 |
| EBITDA | 23,0 | 27,7 | 27,7 | 23,0 | 25,3 | 28,2 |
| EBITDA skor. | 23,0 | 27,7 | 27,7 | 23,0 | 25,3 | 28,2 |
| Amortyzacja | 1,5 | 1,7 | 1,9 | 1,9 | 2,1 | 2,4 |
| EBIT | 21,4 | 26,0 | 25,8 | 21,1 | 23,2 | 25,8 |
| Wynik na działalności finansowej | 3,5 | 0,4 | 3,3 | -1,3 | 0,2 | 0,2 |
| Zysk brutto | 24,9 | 26,3 | 29,0 | 19,7 | 23,4 | 26,0 |
| Podatek dochodowy | 4,8 | 4,8 | 2,2 | 1,5 | 2,3 | 2,6 |
| Zysk mniejszości | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zysk netto | 20,1 | 21,5 | 26,8 | 18,2 | 21,0 | 23,4 |
| Zysk netto skor. | 20,1 | 21,5 | 26,8 | 18,2 | 21,0 | 23,4 |

| | | | | | | |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| marża brutto ze sprzedaży | 21,7% | 20,9% | 17,9% | 15,4% | 15,3% | 15,1% |
| marża EBITDA skor. | 23,2% | 22,4% | 19,2% | 16,6% | 16,6% | 16,4% |
| marża EBIT | 21,6% | 21,0% | 17,9% | 15,2% | 15,2% | 15,0% |
| marża netto skor. | 20,3% | 17,4% | 18,6% | 13,2% | 13,7% | 13,6% |

| | | | | | | |
|--|-----|-----|-----|------|-----|-----|
| zmiana przychodów r./r. | 30% | 25% | 17% | -5% | 11% | 12% |
| zmiana w yniku brutto ze sprzedaży r./r. | 6% | 21% | 0% | -18% | 10% | 11% |
| zmiana EBITDA skor. r./r. | 9% | 21% | 0% | -17% | 10% | 11% |
| zmiana EBIT r./r. | 8% | 21% | -1% | -18% | 10% | 11% |
| zmiana zysku netto skor. r./r. | 25% | 7% | 25% | -32% | 15% | 11% |

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

| | | | | | | |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| marża brutto ze sprzedaży | 20,6% | 19,9% | 22,3% | 8,2% | 20,4% | 8,7% |
| marża EBITDA skor. | 21,9% | 20,8% | 23,7% | 9,8% | 15,9% | 15,2% |
| marża EBIT | 20,6% | 19,5% | 22,4% | 8,4% | 14,6% | 13,7% |
| marża netto skor. | 15,3% | 18,8% | 17,8% | 22,5% | 7,8% | 17,6% |

| | | | | | | |
|--|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| zmiana przychodów r./r. | 30,4% | 19,1% | 20,4% | 0,7% | 12,8% | -13,1% |
| zmiana w yniku brutto ze sprzedaży r./r. | 61,9% | 3,9% | 15,2% | -59,5% | 11,2% | -62,1% |
| zmiana EBITDA skor. r./r. | 56,2% | 1,8% | 15,7% | -54,4% | -18,0% | -36,6% |
| zmiana EBIT r./r. | 60,4% | 1,4% | 15,7% | -58,7% | -19,9% | -39,0% |
| zmiana zysku netto skor. r./r. | 32,0% | 67,4% | -8,5% | 32,7% | -42,0% | -18,6% |

Źródło: Spółka, Trigon DM

Bilans (mln PLN)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P | 2022P |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Aktywa trwałe | 4,2 | 5,3 | 5,3 | 5,1 | 5,6 | 6,3 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 3,1 | 3,8 | 4,0 | 3,9 | 4,3 | 4,9 |
| 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 | 64,3 | 68,0 | 71,8 |
| Zapasy | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Należności handlowe | 15,4 | 20,3 | 19,2 | 19,0 | 21,1 | 24,4 |
| Pozostałe | 0,6 | 2,9 | 6,3 | 7,9 | 8,0 | 8,1 |
| Gotówka | 14,1 | 11,5 | 35,2 | 37,3 | 39,0 | 39,3 |
| Aktywa | 34,3 | 40,1 | 67,6 | 69,4 | 73,7 | 78,1 |
| Kapitał własny | 23,5 | 27,5 | 54,3 | 56,6 | 59,6 | 62,5 |
| Kapitał zakładowy | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| Pozostałe | 2,8 | 5,4 | 26,9 | 37,8 | 38,0 | 38,5 |
| Zysk (strata) netto | 20,1 | 21,5 | 26,8 | 18,2 | 21,0 | 23,4 |
| 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 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Pozostałe | 0,7 | 0,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 8,9 | 10,5 | 11,4 | 10,8 | 12,0 | 13,5 |
| Zobowiązania oprocentowane | 0,5 | 0,7 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Zobowiązania handlowe | 4,2 | 5,3 | 7,3 | 7,0 | 7,0 | 7,0 |
| Pozostałe | 4,2 | 4,5 | 3,9 | 3,7 | 4,9 | 6,3 |
| Pasywa | 34,3 | 40,1 | 67,6 | 69,4 | 73,7 | 78,1 |
| Kapitał obrotowy netto | 11,1 | 15,1 | 11,9 | 12,0 | 14,1 | 17,5 |
| Dług netto | -13,7 | -10,8 | -34,5 | -36,6 | -38,3 | -38,6 |
| Dług netto skor. | -13,7 | -10,8 | -34,5 | -36,6 | -38,3 | -38,6 |
| Dług netto/EBITDA (x) | -0,6 | -0,4 | -1,2 | -1,6 | -1,5 | -1,4 |
| Dług netto/kapitał własny (x) | -0,6 | -0,4 | -0,6 | -0,6 | -0,6 | -0,6 |
| ROE (%) | 96% | 84% | 66% | 51% | 47% | 45% |
| ROA (%) | 65% | 58% | 50% | 38% | 37% | 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 | 49 | 49 | 51 |
| Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni) | 17 | 18 | 19 | 22 | 20 | 18 |

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P | 2022P |
|---|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Przeptywy z działalności operacyjnej | 18,7 | 18,4 | 25,4 | 19,8 | 22,4 | 23,9 |
| Zysk (strata) netto | 20,1 | 21,5 | 26,8 | 18,2 | 21,0 | 23,4 |
| Amortyzacja | 1,5 | 1,7 | 1,9 | 1,9 | 2,1 | 2,4 |
| Zmiany w kapitale obrotowym | -1,0 | -3,4 | 2,0 | -0,3 | -0,9 | -1,9 |
| Zmiana zapasów | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zmiana należności handlowych | -2,0 | -5,0 | 1,1 | 0,2 | -2,0 | -3,4 |
| Zmiana zobowiązań handlowych | 1,0 | 1,6 | 0,9 | -0,5 | 1,2 | 1,4 |
| Pozostałe | -2,0 | -1,4 | -5,4 | 0,0 | 0,1 | 0,1 |
| Przeptywy z działalności inwestycyjnej | -1,8 | -2,0 | -2,4 | -1,7 | -2,7 | -3,1 |
| CAPEX | -2,5 | -2,5 | -2,1 | -1,8 | -2,6 | -3,0 |
| Pozostałe | 0,7 | 0,5 | -0,3 | 0,0 | -0,1 | -0,1 |
| Przeptywy z działalności finansowej | -15,5 | -17,9 | -0,5 | -15,9 | -18,0 | -20,5 |
| Zmiana zobowiązań oprocentowanych | 0,4 | 0,2 | -0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Wpływy z emisji akcji | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dywidenda | -15,2 | -17,5 | 0,0 | -14,1 | -16,4 | -18,9 |
| Pozostałe | -0,6 | -0,6 | -0,1 | -1,8 | -1,6 | -1,6 |
| Przeptywy pieniężne netto | 1,4 | -1,5 | 22,5 | 2,1 | 1,6 | 0,3 |
| Środki pieniężne na początek okresu | 10,9 | 14,1 | 11,5 | 35,2 | 37,3 | 39,0 |
| Środki pieniężne na koniec okresu | 14,1 | 11,5 | 35,2 | 37,3 | 39,0 | 39,3 |

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 Marciniowski, Deputy Head of Research
Strategia, Banki, Finanse, Przemysł drzewny

Kacper Koproń
Gaming, TMT

Katarzyna Kosiołek
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 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 oznaczone jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.

Dokument sporządził: Dominik Niszcz

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 i 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 metodyki i przyjętych założeń, jak również informacje odnośnie wcześniejszych rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, opublikowanych w okresie ostatnich 12 miesięcy przed datą niniejszej rekomendacji, zamieszczono na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.trigon.pl.

Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony obiektywnie, z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumencie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumencie.

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

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

Posługując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumencie nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia korzystania 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 określonych 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 Dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują GPW na podstawie Umowy, Dom Maklerski jest uprawniony do redystrybucji niniejszego Dokumentu na rzecz swoich klientów. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego.

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

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

- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;
 - potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: www.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 Dokumencie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu.

Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data sporządzenia: 15 października 2020 r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 15 października 2020 r. godz.: 8:15