

# R22

## CPaaS's not everything

The R22 stock price increased by ca. 55% YTD, discounting the favourable environment on the market of e-commerce and the IPO of the subsidiary Vercom (gross issue of ca. PLN 180m). It seems that as long as the proceeds from the Vercom issue are not allocated towards acquisitions, R22's valuation on the performance of the current portfolio of companies is relatively high already – we estimate EV/EBITDA of 15.5x for 2021 (assuming a 4.2x P/BV multiplier in the calculation of minority stakes in the adjusted ND). On the other hand, we believe that the market, having invested in Vercom during the IPO, expects the deal to go through later this year, which, in addition to the organic performance improvement in the CPaaS segment, could be a major catalyst for R22's H2 stock price as well. It is worth noting that R22's performance improvement this year should also gain momentum from the hosting segment, which was the biggest positive surprise of Q1. We particularly appreciate the segment's record-high EBITDA margin (nearly +8pp y/y), driven by consistent ARPU growth and lack of re-branding costs for hosting brands.

Following the 1Q21 results, we are lowering our cumulative revenue forecast by 3% in 2021 –23, while raising our cumulative EBITDA forecast by 3%. In the CPaaS segment, we expect organic revenue growth of 23% and (pro forma) EBITDA growth of 17% in 2021, while in the hosting segment we expect y/y EBITDA growth of 25%. We stand by our 'BUY' recommendation with a target price of PLN 64.8 PLN per share (+20% upside).

**CPaaS: waiting for acquisitions.** The Vercom IPO deal has already been factored in the prices and it appears that higher multipliers of the subsidiary (estimated EV/EBITDA '21 ca. 19x) have already been reflected by the market in the R22 stock price. We believe the Company's Q1 performance, despite a ca. 20% organic revenue growth, could have been seen as slightly disappointing in terms of EBITDA margin (down 0.4pp q/q). We assume that the EBITDA margin should improve in the quarters ahead, and we are counting on an increase in ARPU reflecting the growth of the e-commerce market and continued cross-sell/upsell of services. In the short term, it seems that the main catalyst for R22's stock price and performance could be a potential acquisition in this segment, which, we believe, there is plenty of room for in Vercom's post-IPO balance sheet (>PLN 200m). We believe the investors may find valuation issues to be the risk factor when it comes to executing acquisitions. While the transaction valuation of ProfiSMS (estimated at 6x-6.5x EV/EBITDA) was very attractive, we would expect EV/EBITDA multipliers of ca. 10–15x for subsequent transactions, whereby acquisitions 20x above valuation may come up against a negative reception. As for CPaaS's performance relative to the incentive scheme targets, we believe that the projected performance criteria less the acquisitions are quite ambitious, but feasible in 2021–22 (currently our forecasts are ca. 2% lower than the performance criteria PLN 37/45m of adj. EBITDA in 2021/2022)

**Hosting: trends on KPIs sustained; 1Q21 margin is a positive surprise.** In 1Q21 results, we see no significant KPI deviations vs. our previous expectations. Thanks to brand consolidation to the Cyber\_folks brand (currently ca. 50% of the customer base), the company has been consistently improving ARPU (up ca. 10% LTM in Q1), and we believe there is still room to raise the prices of hosting services. On the other hand, we think that in a saturated hosting market there is little room left for organic growth of the customer base, as confirmed by the data from the last 12 months. A positive surprise in the 1Q21 results was the record-breaking EBITDA margin (ca. 39%), boosted by ARPU with regard to the operating leverage, while cost savings come from a lack of expenditures on re-branding hosting brands (the risk of higher costs in subsequent quarters may stem from the plans to integrate brands in Romania as well). We expect the company to continue improving its results thanks to further ARPU expansion and the announced savings on server rooms, hence we assume organic growth of EBITDA in the segment by 25% in 2021.

**Valuation.** The target price is 100% based on the DCF SOTP method, which returns the R22 share price of PLN 64.8 apiece (BUY, +20% upside). The market multiples valuation based on the EV/EBITDA multiplier returns PLN 57.2 per share.

PLN m	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Sales	127,9	169,4	222,6	293,7	337,9	367,7
EBITDA	29,8	45,9	60,9	76,6	89,3	97,1
EBIT	20,2	31,9	44,1	57,0	69,7	76,8
Net profit	8,6	13,8	20,5	25,7	31,5	38,3
EPS (PLN)	0,61	0,98	1,45	1,82	2,24	2,72
P/E (x)	89,2	55,1	37,3	29,7	24,2	19,9
EV/EBITDA (x)	29,8	20,4	16,9	15,5	13,4	12,3
P/BV (x)	8,7	9,0	11,2	4,2	3,8	3,3
DY (%)	0,0%	0,9%	0,7%	1,1%	1,2%	1,5%

Source: company data, Trigon DM

**BUY**

(Previous: Buy)

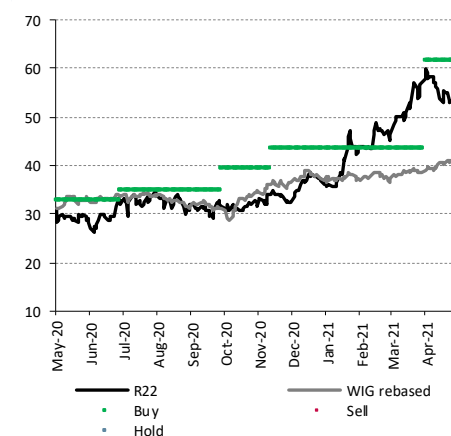
TP: PLN 64,8

Upside: +20%

### FACT SHEET

Ticker	R22		
Sector	TMT		
Price (PLN)	53,8		
52wk Range (PLN)	25,8 / 62,5		
Number of share (m)	14,1		
Market Cap (mPLN)	763		
Free-float	40%		
Avg Vol 3M (mPLN)	1,45		
Price performance	1M	3M	1Y
	-10,3%	22,3%	91,5%

### RELATIVE SHARE PRICE PERFORMANCE



Recommendation history	Date	Price
Buy	26.04.2021	62,0
Buy	07.12.2020	44,0
Buy	22.10.2020	40,0
Buy	22.07.2020	35,5
Buy	27.04.2020	33,5
Buy	24.03.2020	31,2
Buy	09.12.2019	28,8

### Shareholders

Shareholders	Share %
Jacek Duch	30,4%
Jakub Dwernicki	18,3%
Robert Dwernicki	11,0%
AEGON OFE	5,7%
Allianz OFE	5,3%
Others	29,3%

### Important dates

Semi-annual report	31.08.2021
Quarterly report 3Q'21	15.11.2021

### Analyst

Kacper Kopron	+48 (22) 433 83 71
	kacper.kopron@trigon.pl

# Valuation

**Income based valuation dochodowa.** For the valuation of the R22 Group, we use the DCF Sum-of-the-Parts method. The components of SOTP are individual income valuations for each of the three segments: Hosting (100%), CPaaS (54.8% after Vercom shares issue), Telecommunications (98.7%) and SaaS (45.84% - Blugento).

Our target price per R22 share is 100% based on the DCF SOTP valuation, which implies a 12-month target price of **PLN 64.8 per share (+ 20% upside)**.

## The main assumptions of DCF SOTP valuation:

- 10-year forecast period
- Market premium at the level of 6.0%
- Unleveraged beta coefficient at 1.0;
- Risk free rate at 1.8%;
- Post-tax cost of debt 4.9 %;
- Residual growth rate: (1) Hosting: g=1% ; (2) CPaaS: g=2%; (3) Telco: g=0%; (4) SaaS: g=3%;
- We do not forecast the results of companies consolidated using the equity method (Profitroom / Appchance / User.com) in the valuation. In the SOTP valuation, we take into account the value of these companies in the book value presented as investments of associates and we do not assume the option to purchase shares of the above-mentioned shares.
- In the SOTP valuation, we assume a 3% discount for EBITDA loss not allocated to segments (corporate area);
- Tax rate of 12% in the CPaaS segment (IP BOX relief) and 19% in other segments;
- CAPEX in hosting includes the purchase of shares in the NetDesign company in 2024. (we estimate PLN 17.5m);

## WACC calculation

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
D/(E+D)	21%	14%	13%	12%	11%	10%	9%	8%	8%	7%
10Y bond yield	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Levered beta	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Market premium	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Cost of debt after tax	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Cost of Equity	9,1%	8,6%	8,5%	8,5%	8,4%	8,3%	8,3%	8,3%	8,2%	8,2%
<b>WACC</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,0%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,9%</b>

Source: Trigon DM estimates

**DCF Valuation - Hosting**

DCF PLN m	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT	26,4	30,2	32,7	33,8	35,0	36,2	37,1	38,0	38,6	39,3
Tax Rate	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	21,4	24,4	26,5	27,4	28,4	29,3	30,0	30,8	31,3	31,8
Amortization	11,5	11,5	12,4	12,9	13,3	13,8	14,1	14,4	14,7	14,9
CAPEX*	-4,1	-4,4	-4,8	-22,6	-5,1	-5,2	-5,3	-5,4	-5,5	-5,5
Working Capital, net	0,9	0,8	0,7	0,1	-0,4	-0,4	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9
FCF	29,6	32,2	34,9	17,8	36,2	37,5	38,3	39,1	39,7	40,3
WACC (%)	8,2%	8,1%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	7,9%	7,9%
Present value of FCF	28,5	28,5	28,5	13,5	25,3	24,3	23,0	21,8	20,5	19,2
Total DCFC	230									
g	1,0%									
TV	259									
PV + RV	489									

Source: Trigon DM

Source: Trigon DM estimates

**DCF Valuation - CPaaS**

DCF PLN m	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT	32,5	40,5	44,6	47,9	50,5	52,8	54,7	56,1	57,6	59,2
Tax Rate	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
NOPLAT	28,6	35,6	39,3	42,2	44,5	46,5	48,1	49,4	50,7	52,1
Amortization	3,7	3,7	4,1	4,4	4,7	4,9	5,0	5,2	5,3	5,5
CAPEX*	-2,8	-3,8	-4,6	-4,9	-5,2	-5,4	-5,5	-5,7	-5,8	-5,9
Working Capital, net	-3,7	-2,6	-2,5	-2,2	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0
FCF	25,8	33,0	36,3	39,5	41,9	43,9	45,5	46,9	48,2	49,6
WACC (%)	8,2%	8,1%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	7,9%	7,9%
Present value of FCF	24,8	29,1	29,7	29,9	29,3	28,4	27,3	26,1	24,8	23,7
Total DCFC	273									
g	2,0%									
TV	377									
PV + RV	650									

Source: Trigon DM

Source: Trigon DM estimates

**DCF Valuation - Telekomunikacja**

DCF PLN m	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT	2,9	2,6	2,7	2,2	2,2	2,0	2,0	1,9	1,8	1,7
Tax Rate	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	2,4	2,1	2,2	1,8	1,8	1,6	1,6	1,5	1,5	1,4
Amortization	3,8	3,8	3,5	3,4	3,3	3,1	3,0	2,9	2,7	2,5
CAPEX	-2,1	-2,2	-2,1	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,5
Working Capital, net	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	4,0	3,7	3,5	3,0	2,8	2,6	2,4	2,2	2,0	1,4
WACC (%)	8,2%	8,1%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	7,9%	7,9%
Present value of FCF	3,9	3,3	2,9	2,3	2,0	1,7	1,4	1,2	1,0	0,7
Total DCFC	20									
g	0,0%									
TV	8									
PV + RV	28									

Source: Trigon DM

Source: Trigon DM estimates

**DCF Valuation - SaaS**

DCF PLN m	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>EBIT</b>	-1,2	-0,3	0,4	0,8	1,2	1,7	2,2	2,6	3,2	3,4
Tax Rate	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
<b>NOPLAT</b>	-1,0	-0,2	0,3	0,6	1,0	1,3	1,8	2,1	2,6	2,8
Amortization	0,7	0,7	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
CAPEX	-0,4	-0,3	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0
Working Capital, net	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>FCF</b>	-0,7	0,1	0,2	0,4	0,7	1,0	1,4	1,8	2,2	2,4
<b>WACC (%)</b>	8,2%	8,1%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	7,9%	7,9%
<b>Present value of FCF</b>	-0,6	0,1	0,1	0,3	0,5	0,7	0,9	1,0	1,1	1,1
<b>Total DCFC</b>	<b>5</b>									
g	3,0%									
<b>TV</b>	<b>22</b>									
<b>PV + RV</b>	<b>27</b>									

Source: Trigon DM

Source: Trigon DM estimates

**R22: wycena DCF SOTP**

	Hosting	CPaaS	SaaS	Telco
PV + RV (PLN m)	489	650	27	28
Net debt per segment (31.12.2020)	77	39	0	14
IPO proceeds [Vercom] (PLN m)		172		
investments in associates (PLN m)		10		
<b>Equity value (PLN m)</b>	<b>413</b>	<b>792</b>	<b>28</b>	<b>15</b>
R22 share	100,0%	54,8%	45,8%	98,7%
<b>Equity value attributable to R22 (PLN m)</b>	<b>413</b>	<b>434</b>	<b>13</b>	<b>14</b>
<b>Equity value attributable to R22 per share (PLN)</b>	<b>29,1</b>	<b>30,6</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>
Net debt (corporate) (PLN m)		66		
investments in associates - Profitroom (PLN m)		30		
Discount (EBITDA unassigned)		3%		
<b>Equity value (PLN m)</b>		<b>813</b>		
Equity per share (01.01.2021)		57,3		
Equity per share (28.05.2021)		59,4		
<b>12M TP</b>		<b>64,8</b>		
Upside		20%		

Source: Trigon DM estimates

**Comparative valuation:** In our approach to comparative valuation, similar to the previous method, components are individual partial valuations of companies from individual segments of the R22 Group. Due to the high leverage of the company and the lack of information on the structure of net profit for individual companies in the holding (except Vercom), we assume that we base the valuation of R22 on the EV / EBITDA ratio weighted by segments. The comparative valuation gives us the price of 1 share of R22 at PLN 57.2 per share.

**Peers multiples**

Company name	EV/EBITDA		
	2021E	2022E	2023E
<b>Hosting</b>			
GODADDY	18,6	15,8	13,8
UNITED INTERNET	6,7	6,5	6,3
IOMART GROUP	8,8	8,7	8,6
VERISIGN	28,0	25,7	-
<b>Median</b>	<b>13,7</b>	<b>12,2</b>	<b>8,6</b>
<b>CPaaS</b>			
LINK MOBILITY GROUP HOLDING	28,1	20,2	16,2
KALEYRA INC	42,5	14,3	19,0
SINCH AB	64,5	33,7	27,5
VONAGE HOLDINGS CORP	20,6	19,1	15,4
INTERPUBLIC GROUP OF COS INC	9,5	9,2	9,1
HAKUHODO DY HOLDINGS INC	12,9	10,3	9,1
BLUEFOCUS INTELLIGENT COMM-A	12,3	10,6	9,4
S4 CAPITAL PLC	25,4	19,5	14,6
PERFICIENT INC	17,5	15,8	15,1
M&C SAATCHI PLC	11,1	8,3	7,3
SYZYGY AG	10,6	9,0	8,3
<b>Median</b>	<b>17,5</b>	<b>14,3</b>	<b>14,6</b>
<b>Telco</b>			
DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	6,9	6,7	6,2
ORANGE	5,2	5,1	4,7
HELLENIC TELECOMMUN ORGANIZA	6,0	5,8	5,6
KONINKLIJKE KPN NV	7,6	7,3	7,2
MAGYAR TELEKOM TELECOMMUNICA	4,3	4,2	4,2
TELECOM ITALIA SPA	5,7	5,6	5,5
TELEKOM AUSTRIA AG	4,8	4,6	4,5
ORANGE POLSKA SA	5,5	5,2	5,1
CYFROWY POLSAT SA	5,9	7,3	7,5
<b>Median</b>	<b>5,7</b>	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>
<b>SaaS</b>			
ADOBE INC	30,2	26,2	23,7
SALESFORCE.COM INC	31,8	26,3	22,0
INTUIT INC	36,2	31,2	27,5
SERVICENOW INC	51,5	40,5	31,4
ZOOM VIDEO COMMUNICATIONS-A	94,4	74,9	63,8
LIVECHAT SOFTWARE SA	21,8	19,1	-
<b>Median</b>	<b>34,0</b>	<b>28,7</b>	<b>27,5</b>

Source: Bloomberg, Trigon DM

**R22: comparative valuation**

	2021E	2022E	2023E
<b>EV (PLN m)</b>	<b>1127</b>	<b>1147</b>	<b>1115</b>
Hosting	500	492	375
CPaaS	611	612	692
Telco	33	32	29
SaaS	-17	11	18
<b>Net debt (PLN m)</b>			
Hosting	77	77	77
CPaaS	-159	-193	-231
Telco	14	14	14
SaaS	-2	-5	-8
corporate	57	49	44
<b>Equity value (PLN m)</b>	<b>1141</b>	<b>1207</b>	<b>1220</b>
Hosting	423	415	298
CPaaS	770	805	923
Telco	19	18	16
SaaS	-14	16	27
corporate	-57	-49	-44
<b>Equity value at. to R22 (PLN m)</b>	<b>800</b>	<b>833</b>	<b>788</b>
Hosting	423	415	298
CPaaS	421	441	505
Telco	19	18	16
SaaS	-6	7	12
corporate	-57	-49	-44
<b>Equity value per share atr R22 (PLN)</b>	<b>56,8</b>	<b>59,1</b>	<b>55,9</b>
Hosting	30,0	29,5	21,2
CPaaS	29,9	31,3	35,8
Telco	1,4	1,3	1,1
SaaS	-0,5	0,5	0,9
corporate	-4,0	-3,4	-3,1
<b>Average valuation per share (PLN)</b>		<b>57,2</b>	

Source: Trigon DM estimates

**Income statement (PLN m)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Sales</b>	<b>127,9</b>	<b>169,4</b>	<b>222,6</b>	<b>293,7</b>	<b>337,9</b>	<b>367,7</b>
COGS	107,7	137,5	178,5	236,7	268,2	290,9
<b>Gross profit from sales</b>	<b>20,2</b>	<b>31,9</b>	<b>44,1</b>	<b>57,0</b>	<b>69,7</b>	<b>76,8</b>
Cost of sales	-	-	-	-	-	-
General administrative expenses	-	-	-	-	-	-
Profit from sales	-	-	-	-	-	-
Result on other operating activities, net	-	-	-	-	-	-
<b>EBITDA</b>	<b>29,8</b>	<b>45,9</b>	<b>60,9</b>	<b>76,6</b>	<b>89,3</b>	<b>97,1</b>
<b>EBITDA adj.</b>	<b>29,8</b>	<b>45,9</b>	<b>60,9</b>	<b>76,6</b>	<b>89,3</b>	<b>97,1</b>
D&A	9,6	14,0	16,8	19,6	19,6	20,3
<b>EBIT</b>	<b>20,2</b>	<b>31,9</b>	<b>44,1</b>	<b>57,0</b>	<b>69,7</b>	<b>76,8</b>
Results on financial operations, net	-3,6	-5,7	-8,1	-10,2	-10,0	-10,8
<b>Profit before tax</b>	<b>16,6</b>	<b>26,2</b>	<b>36,0</b>	<b>46,8</b>	<b>59,7</b>	<b>66,0</b>
Income tax	3,2	5,5	4,7	7,1	9,4	10,4
Minority interest	4,8	6,9	10,8	14,1	18,7	17,3
<b>Net profit</b>	<b>8,6</b>	<b>13,8</b>	<b>20,5</b>	<b>25,7</b>	<b>31,5</b>	<b>38,3</b>
<b>Net profit adj.</b>	<b>8,6</b>	<b>13,8</b>	<b>20,5</b>	<b>25,7</b>	<b>31,5</b>	<b>38,3</b>

Gross profit from sales margin	15,8%	18,8%	19,8%	19,4%	20,6%	20,9%
EBITDA margin (%)	23,3%	27,1%	27,4%	26,1%	26,4%	26,4%
EBITDA adj. margin (%)	23,3%	27,1%	27,4%	26,1%	26,4%	26,4%
Operating profit margin (%)	15,8%	18,8%	19,8%	19,4%	20,6%	20,9%
Net profit adj. margin (%)	6,7%	8,2%	9,2%	8,7%	9,3%	10,4%

change in sales y/y	16%	32%	31%	32%	15%	9%
change in gross profit from sales y/y	20%	58%	38%	29%	22%	10%
change in EBITDA adj. y/y	19%	54%	33%	26%	17%	9%
change in EBIT y/y	20%	58%	38%	29%	22%	10%
change in net profit adj y/y	26%	62%	48%	25%	23%	22%

Source: Company,, Trigon DM

	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21
<b>Sales</b>	<b>47,8</b>	<b>49,5</b>	<b>52,9</b>	<b>49,4</b>	<b>70,9</b>	<b>67,3</b>
COGS	-38,9	-40,1	-42,9	-38,8	-60,2	-54,6
<b>Gross profit from sales</b>	<b>8,8</b>	<b>9,4</b>	<b>10,1</b>	<b>10,7</b>	<b>10,6</b>	<b>12,7</b>
Cost of sales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
General administrative expenses	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Profit from sales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Result on other operating activities, net	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>13,0</b>	<b>13,6</b>	<b>14,3</b>	<b>15,0</b>	<b>18,0</b>	<b>17,7</b>
<b>EBITDA adj.</b>	<b>13,0</b>	<b>13,6</b>	<b>14,3</b>	<b>15,0</b>	<b>18,0</b>	<b>17,7</b>
D&A	-4,1	-4,2	-4,2	-4,3	-4,5	-5,0
<b>EBIT</b>	<b>8,8</b>	<b>9,4</b>	<b>10,1</b>	<b>10,7</b>	<b>10,6</b>	<b>12,7</b>
Results on financial operations, net	-1,7	-3,2	-1,4	-1,5	-2,4	-2,4
<b>Profit before tax</b>	<b>6,9</b>	<b>5,9</b>	<b>8,8</b>	<b>9,8</b>	<b>7,5</b>	<b>10,0</b>
Income tax	-1,4	-0,6	-1,3	-1,1	-1,8	-1,5
Minority interest	1,7	1,4	1,8	1,9	1,7	1,6
<b>Net profit</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>	<b>5,7</b>	<b>6,8</b>	<b>4,0</b>	<b>6,9</b>
<b>Net profit adj.</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>	<b>5,7</b>	<b>6,8</b>	<b>4,0</b>	<b>6,9</b>

Gross profit from sales margin	18,5%	19,0%	19,0%	21,6%	15,0%	18,8%
EBITDA adj. margin (%)	27,1%	27,5%	27,0%	30,4%	25,5%	26,3%
Operating profit margin (%)	18,5%	19,0%	19,0%	21,6%	15,0%	18,8%
Net profit adj. margin (%)	7,9%	7,9%	10,8%	13,8%	5,6%	10,3%

change in sales y/y	28,2%	32,8%	32,1%	11,3%	48,4%	35,9%
change in gross profit from sales y/y	56,2%	31,7%	13,7%	26,5%	20,5%	34,8%
change in EBITDA adj. y/y	54,6%	36,4%	37,7%	20,7%	39,3%	29,9%
change in EBIT y/y	58,7%	31,7%	13,7%	26,5%	20,5%	34,8%
change in net profit adj y/y	76,0%	14,3%	73,8%	103,2%	5,9%	77,4%

Source: Company,, Trigon DM

**Balance Sheet (PLN m)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Fixed assets</b>	<b>217,5</b>	<b>259,9</b>	<b>323,9</b>	<b>314,8</b>	<b>307,8</b>	<b>300,4</b>
Tangible fixed assets	27,6	20,2	19,2	18,2	17,3	16,5
Intangible assets	84,3	109,5	84,2	74,9	66,9	59,4
Goodwill	95,5	95,5	160,0	160,0	160,0	160,0
Long-term investments	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other	5,9	13,9	40,0	39,7	39,7	39,7
Current assets	4,1	20,7	20,6	22,1	24,0	24,9
<b>Inventory</b>	<b>29,8</b>	<b>30,0</b>	<b>51,1</b>	<b>263,6</b>	<b>310,8</b>	<b>354,7</b>
Inventories	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Trade receivables	12,8	17,8	26,4	38,4	47,8	54,4
Other	3,9	5,2	3,7	3,7	3,7	3,7
Cash	13,1	6,9	20,9	221,6	259,3	296,6
<b>Assets</b>	<b>247,3</b>	<b>289,9</b>	<b>375,0</b>	<b>578,5</b>	<b>618,5</b>	<b>655,1</b>
<b>Equity</b>	<b>88,2</b>	<b>84,9</b>	<b>67,9</b>	<b>179,6</b>	<b>202,2</b>	<b>229,5</b>
Share capital	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Other	79,3	70,7	47,1	153,7	170,4	190,9
Net profit (loss)	8,6	13,8	20,5	25,7	31,5	38,3
<b>Minority capital</b>	<b>13,9</b>	<b>12,3</b>	<b>16,6</b>	<b>104,6</b>	<b>117,8</b>	<b>128,1</b>
<b>Long-term liabilities</b>	<b>94,9</b>	<b>120,8</b>	<b>204,5</b>	<b>199,2</b>	<b>195,9</b>	<b>189,9</b>
Interest-bearing liabilities	66,9	104,8	187,3	179,3	171,3	163,3
Other	28,0	16,0	17,2	19,8	24,5	26,6
<b>Short-term liabilities</b>	<b>50,4</b>	<b>72,0</b>	<b>86,0</b>	<b>95,1</b>	<b>102,7</b>	<b>107,5</b>
Interest-bearing liabilities	13,3	25,1	28,2	28,2	28,2	28,2
Trade liabilities	11,5	13,4	23,1	29,8	35,5	38,6
Other	25,6	33,5	34,7	37,1	39,0	40,7
<b>Liabilities</b>	<b>247,3</b>	<b>289,9</b>	<b>375,0</b>	<b>578,5</b>	<b>618,5</b>	<b>655,1</b>
Net working capital	1	4	3	9	12	16
Net debt	67	123	195	-14	-60	-105
Net debt adj.	125	174	264	425	435	433
Net debt /EBITDA adj. (x)	4,2	3,8	4,3	5,5	4,9	4,5
Net debt /equity (x)	0,8	1,4	2,9	-0,1	-0,3	-0,5
ROE (%)	9%	16%	27%	21%	17%	18%
ROA (%)	4%	5%	6%	5%	5%	6%
Cash conversion cycle (days)	-1	0	-1	0	2	4
Inventory turnover (days)	0	0	0	0	0	0
Receivables turnover ratio (days)	36	33	36	40	47	51
Accounts payable turnover ratio (days)	37	33	37	41	44	46

**Cash flows (PLN m)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>26,2</b>	<b>40,3</b>	<b>57,7</b>	<b>67,9</b>	<b>80,9</b>	<b>86,0</b>
Net profit (loss)	13,3	20,7	31,2	39,7	50,3	55,7
Amortization	9,6	14,0	16,8	19,6	19,6	20,3
Changes in working capital	7,6	0,9	0,6	-10,0	-8,2	-5,8
Inventory changes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Trade receivables change	0,9	-4,9	-2,5	-11,9	-9,4	-6,6
Trade liabilities change	6,7	5,7	3,0	1,9	1,2	0,8
Other	-4,4	4,7	9,1	18,5	19,2	15,8
<b>Cash flows from investment activities</b>	<b>-57,2</b>	<b>-40,3</b>	<b>-77,0</b>	<b>-9,4</b>	<b>-10,7</b>	<b>-11,9</b>
CAPEX	-57,1	-42,0	-76,7	-9,4	-10,7	-11,9
Other	-0,1	1,6	-0,4	0,0	0,0	0,0
<b>Cash flows from financial activities</b>	<b>42,1</b>	<b>-6,1</b>	<b>33,3</b>	<b>142,1</b>	<b>-32,5</b>	<b>-36,7</b>
Interest-bearing liabilities change	-10,2	32,1	70,9	-17,9	-18,0	-18,8
Revenues from shares emission	57,3	0,0	0,0	172,0	0,0	0,0
Dividend	0,0	-6,6	-5,7	-8,1	-9,0	-11,0
Other	-4,9	-31,7	-31,9	-3,9	-5,5	-6,9
Net cash flows	11,1	-6,2	14,0	200,6	37,7	37,3
Cash opening balance	15,8	13,1	6,9	20,9	221,6	259,3
Closing balance of cash	13,1	6,9	20,9	221,6	259,3	296,6

Source: Company, 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:

<b>Grzegorz Kujawski</b> , Head of Research <i>Konsument, Finanse</i>	22 433 83 69	grzegorz.kujawski@trigon.pl
<b>Maciej Marcinowski</b> , Deputy Head of Research <i>Strategia, Banki, Finanse</i>	22 433 83 75	maciej.marcinowski@trigon.pl
<b>Kacper Kopron</b> <i>Gaming, TMT</i>	22 433 83 71	kacper.kopron@trigon.pl
<b>Katarzyna Kosiorek</b> <i>Biotechnologia</i>	22 433 82 72	katarzyna.kosiorek@trigon.pl
<b>Michał Kozak</b> <i>Paliwa, Chemia, Energetyka</i>	22 433 83 68	michal.kozak@trigon.pl
<b>Dominik Niszczyński</b> <i>TMT</i>	22 433 83 90	dominik.niszczyński@trigon.pl
<b>Łukasz Rudnik</b> <i>Przemysł, Wydobycie</i>	22 433 83 65	lukasz.rudnik@trigon.pl
<b>David Sharma</b> <i>Budownictwo, Developerzy</i>	22 433 83 49	david.sharma@trigon.pl

## Sales:

<b>Paweł Szczepański</b> , Head of Sales	22 433 83 63	pawel.szczepanski@trigon.pl
<b>Paweł Czupryński</b>	22 433 82 69	pawel.czuprynski@trigon.pl
<b>Sebastian Kosakowski</b>	22 433 83 93	sebastian.kosakowski@trigon.pl
<b>Michał Sopiński</b>	22 433 82 70	michal.sopinski@trigon.pl
<b>Hubert Kwiecień</b>	22 433 83 61	hubert.kwiecien@trigon.pl

### Disclaimer

#### Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”) odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. („GPW”), na podstawie Umowy o świadczenie usług przygotowania usług przygotowania raportów analitycznych („Umowa”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE („Rozporządzenie MAR”), oraz w Rozporządzeniu Delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów („Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”).

#### Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki  
 free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie głosów z akcji, pomniejszony o akcje własne należące do spółki  
 min/max 52 tyg. - minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni  
 średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację

zysk skorygowany - zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym

CF – cash flow, przepływy pieniężne  
 capex – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem  
 ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych  
 rentowność zysku brutto na sprzedaży - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży  
 rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży  
 rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży  
 rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

EPS - zysk netto na 1 akcję  
 DPS - dywidenda na 1 akcję  
 P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję  
 P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji  
 EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki  
 EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki  
 DY – stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji

#### Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – R22 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: Kacper Koproń

#### Stosowane metody wyceny

Dom Maklerski stosuje zwykle dwie metody wyceny: model DCF - zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodę wskaźnikową, a więc zestawienie podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych. Opcjonalnie może być wykorzystywany model zdyskontowanych dywidend.  
 Wadą metod opartych na zdyskontowanych przepływach jest wysoka wrażliwość na przyjęte założenia. Zaletą tych metod jest brak zależności z bieżącą wyceną rynkową spółki. Z kolei wadą metody wskaźnikowej jest ryzyko, że w danej chwili wycena rynkowa porównywalnych spółek może nie odzwierciedlać prawidłowo ich rzeczywistej wartości. Jej zaletą jest to, że pokazuje ona wycenę rynkową spółki uzyskaną w oparciu o rynkowe wyceny spółek porównywalnych.  
 Jako podstawy wyceny lub metody oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto model DCF.  
 Wycena, metodyka wyceny lub przyjęte założenia nie ulegały zmianie od daty sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia Dokumentu.  
 Dokument nie został przedstawiony emitentowi a następnie zmieniony. Dokument nie ulegał zmianom od dnia jego sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia.  
 Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, jak również informacje odnośnie wcześniejszych rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, opublikowanych w okresie ostatnich 12 miesięcy przed datą niniejszej rekomendacji, zamieszczono na stronie internetowej Domu Maklerskiego [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl).

#### Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony obiektywnie, z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w 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 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.  
 Pomędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzeniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązaniymi 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](http://www.trigon.pl).  
 Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Data podana na pierwszej stronie niniejszego dokumentu jest datą jego sporządzenia i przekazania do wiadomości odbiorców. Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym 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.

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

- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;
- potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: [www.doakcji.trigon.pl](http://www.doakcji.trigon.pl), [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl), zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;
- wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w 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: 27 maja 2021 r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 28 maj 2021 r. godz.: 08:25