

# XTB

**Kupuj**  
Inicjacja

## W poszukiwaniu punktu równowagi

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla XTB od zalecenia 'Kupuj' wyznaczając 12M cenę docelową na 24,1 PLN na akcję (48% potencjału wzrostu). Po rekordowych wynikach za 2020 rok i ich nieuchronnym spadku r/r w 2021 rynek zastanawia się jaki jest poziom powtarzalnych wyników w spółce, próbując wyciągać wnioski na podstawie kolejnych wyników kwartalnych. Pierwszy kwartał 2021 był bardzo dobry, drugi prawdopodobnie będzie wyraźnie gorszy, ale w krótkim terminie wyniki zależą od bieżącej zmienności i trafności inwestycji klientów i nie zawsze są dobrym punktem odniesienia na przyszłość. W dłuższym terminie liczy się zdolność spółki do budowania bazy klientów, którzy przy powrocie ich aktywności oraz zmienności rynków do historycznych średnich nadal będą generować powtarzalne wyniki dla spółki. A ta zdolność wygląda ostatnio bardzo dobrze. Celem Zarządu spółki na ten rok było pozyskanie 120tys. klientów. Zakładamy, że po pierwszym półroczu cel zostanie już niemal osiągnięty (110tys.) i powstaje pytanie co założyć na przyszłość? Uważamy, że obecny kurs spółki implikuje, że rynek zakłada powrót zdolności pozyskiwania nowych klientów do ok. 40tys. rocznie, czyli tyle ile wynosił w drugiej połowie 2019 roku, tuż przed wybuchem pandemii. Biorąc pod uwagę skokowy wzrost znaczenia e-commerce podczas pandemii, poprawę udziałów spółki na jej kluczowych rynkach i planowaną ekspansję na nowe, taki scenariusz wydaje się nam zbyt konserwatywny i oznaczałby ustabilizowanie zysku netto na ok. 170-180mln PLN rocznie. Nasz scenariusz zakłada pozyskanie 100tys. nowych klientów w 2022, 80tys. w 2023 oraz po 60tys. od 2024 roku przy takiej trajektorii szacujemy zdolność spółki do generowania powtarzalnego zysku netto od przyszłego roku na ok. 225mln PLN, a docelowo 250mln PLN.

Po oszacowaniu zdolności spółki do generowania powtarzalnych wyników pozostaje kwestia na jakich wskaźnikach wyceny powinna być notowana. Na londyńskiej giełdzie notowanych jest trzech bliskich konkurentów spółki, ale mnożniki rynkowe dla nich dostarczają odmiennych wniosków. Od lat Plus500 notowane jest na niższych wskaźnikach P/E i EV/EBITDA niż CMC Markets i IG Group (różnice wynoszą 40-50%), pomimo iż profil spółek wygląda podobnie. Doszliśmy do wniosku, że Plus500 stawia na bardziej krótkoterminowe relacje z klientami poprzez zintensyfikowane działania marketingowe, kusząc prostotą oferty (jako jedyny nie ma segmentu instytucjonalnego i oferuje tylko swoją, prostą, ale słabo rozbudowaną platformę transakcyjną), a pozostałe spółki przykładają większą wagę do edukacji i długoterminowej relacji z klientem. Takie podejście Plus500 skutkuje większym uzależnieniem wyników od kwartalnych sukcesów w pozyskiwaniu nowych klientów, przez co wyniki charakteryzują się większą zmiennością, czego inwestorzy nie lubią. Według nas XTB powinno być notowane na mnożnikach zbliżonych bardziej do CMC Markets/IG Group (czyli P/E 12-13x) niż do Plus500 (P/E 8-9x) z uwagi na bardziej zbliżony model biznesowy. A jest zupełnie odwrotnie. Na naszych prognozach XTB jest notowane na zbliżonym wskaźniku P/E do Plus500, a EV/EBITDA nawet poniżej, pozostając istotnie poniżej wskaźników dla CMC Markets, czy IG Group. Uważamy, że jest to niestudzne podejście i w najbliższym czasie może się zmienić. Do niedawna skala działalności XTB była na tyle mała, że skutkowałą również dużą zmiennością wyników. Wydaje nam się jednak, że dynamiczny wzrost bazy klientów w ostatnim czasie to zmienił i jeżeli spółka pokaże jeszcze kilka kwartałów powtarzalnych, solidnych wyników to postrzeganie jej przez inwestorów również ulegnie poprawie i wskaźniki wyceny mogą zbliżyć się do tych dla CMC Markets, czy IG Group.

mIn EUR	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	288	239	798	635	573	576
EBITDA	120	72	524	314	285	292
EBIT	116	65	516	306	277	283
Zysk netto	101	58	402	257	225	230
EPS (PLN)	0,9	0,5	3,4	2,2	1,9	2,0
DPS (PLN)	0,35	0,17	0,24	1,79	1,64	1,44
P/E (x)	18,9	33,2	4,8	7,5	8,5	8,3
EV/EBITDA (x)	12,1	19,7	1,9	2,9	3,1	2,8
P/BV (x)	4,2	3,9	2,2	2,0	2,0	1,9
DY (%)	2,1%	1,0%	1,5%	11,0%	10,1%	8,8%

Źródło: dane spółki, Trigon DM

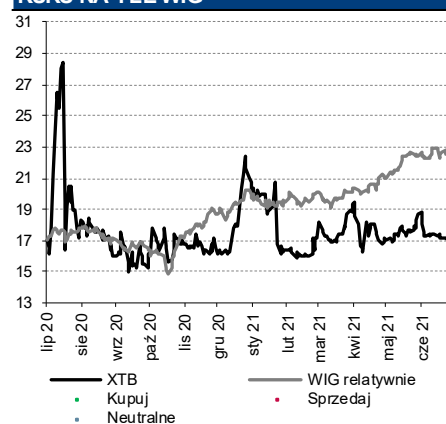
Cena docelowa: 24,1 PLN

Potencjał wzrostu: 48%

### DANE SPÓŁKI

Ticker	XTB		
Sektor	Finanse inne		
Kurs (PLN)	16,30		
52 tyg. min/max (PLN)	14,15 / 29,3		
Liczba akcji (mln szt.)	117,4		
Kapitalizacja (mln PLN)	1 913		
Free-float	65,0%		
Śr. obroty 3M (mln PLN)	5,10		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-5,5%	-12,4%	-8,7%

### KURS NA TLE WIG



### HISTORIA REKOMENDACJI

	Data	Wycena
XTB		
Kupuj		
Neutrale		
WIG relatywnie		
Sprzedaj		

### AKCJONARIAT

	Udział %
XXZW Investment Group	67,0%

### WAŻNE DATY

Raport za II kw.'21	20.08.2021
Raport za III kw.'21	09.11.2021

### ANALITYK

**Maciej Marciniowski**  
maciej.marciniowski@trigon.pl

**Michał Literski**  
michal.literski@trigon.pl

**XTB**

Bloomberg ticker

XTB PW

**Rekomendacja**  
**Cena docelowa (PLN)**

**Kupuj**  
**24,1**

**Kurs (PLN)**  
**Potencjał wzrostu**

**16,3**  
**48%**

Poprzednia rekomendacja  
Poprzednia cena docelowa (PLN)

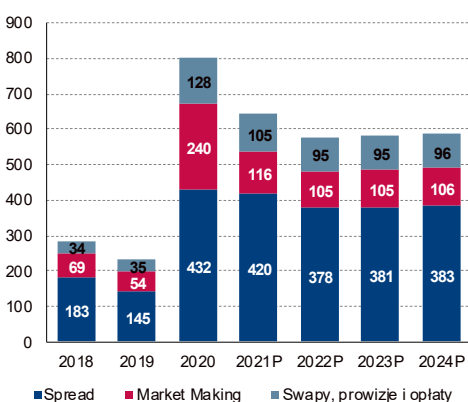
-  
-

Liczba akcji (mln)  
Kapitalizacja (mln PLN)  
EV (mln PLN)

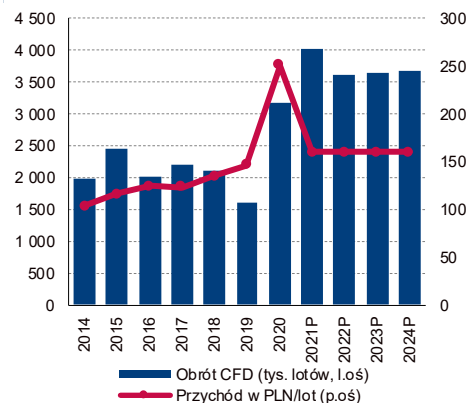
117,4  
1 913  
981

Maciej Marcinowski  
maciej.marcinowski@trigon.pl

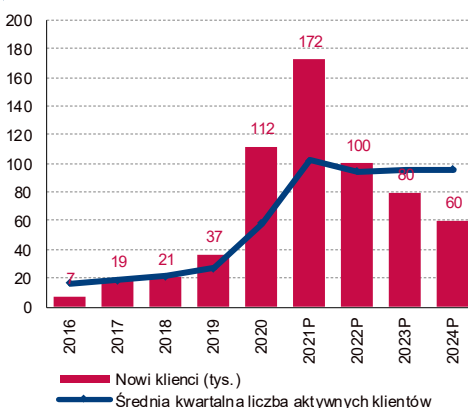
**Struktura przychodów w podziale na źródła [PLNm]**



**Wolumen obrotu CFD i rentowność na lota**



**Statystyki klientów spółki**



Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021P	2022P	2023P
P/E (x)	33,2	4,8	7,5	8,5	8,3
P/E skor. (x)	33,2	4,8	7,5	8,5	8,3
P/BV (x)	3,9	2,2	2,0	2,0	1,9
EV/EBITDA (x)	19,7	1,9	2,9	3,1	2,8
FCF Yield (%)	3,0%	24,3%	14,4%	11,7%	12,0%
DY (%)	1,0%	1,5%	11,0%	10,1%	8,8%
Wskaźniki finansowe	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EPS (PLN)	0,5	3,4	2,2	1,9	2,0
EPS skor. (PLN)	0,5	3,4	2,2	1,9	2,0
DPS (PLN)	0,2	0,2	1,8	1,6	1,4
Współczynnik wypłaty dywidendy (%)		49%	52%	75%	75%
BVPS (PLN)	4,2	7,6	8,0	8,2	8,8
Liczba akcji (mln)	117,4	117,4	117,4	117,4	117,4
Kapitalizacja (mln PLN)	1 913	1 913	1 913	1 913	1 913
EV (mln PLN)	1 425	981	917	884	823

Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Przychody</b>	<b>239</b>	<b>798</b>	<b>635</b>	<b>573</b>	<b>576</b>
Koszty operacyjne	-174	-282	-329	-296	-293
<b>EBITDA</b>	<b>72</b>	<b>524</b>	<b>314</b>	<b>285</b>	<b>292</b>
Amortyzacja	-7	-8	-8	-8	-9
<b>EBIT</b>	<b>65</b>	<b>516</b>	<b>306</b>	<b>277</b>	<b>283</b>
Zysk brutto	69	499	315	277	283
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0
Zysk netto	58	402	257	225	230
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>58</b>	<b>402</b>	<b>257</b>	<b>225</b>	<b>230</b>

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>60,6</b>	<b>469,1</b>	<b>283,6</b>	<b>233,0</b>	<b>238,2</b>
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-18,1</b>	<b>-384,2</b>	<b>-14,6</b>	<b>-8,3</b>	<b>-8,6</b>
CAPEX	-3,3	-4,7	-7,4	-8,3	-8,6
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-24,9</b>	<b>-32,8</b>	<b>-211,3</b>	<b>-192,4</b>	<b>-168,5</b>
Dywidenda/buy back	-20,0	-28,2	-210,1	-192,4	-168,5
FCF	57,3	464,5	276,1	224,7	229,6
Przeptywy pieniężne netto	17,5	52,1	57,7	32,3	61,1

Bilans (mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Aktywa</b>	<b>1 138,9</b>	<b>2 283,5</b>	<b>2 755,7</b>	<b>2 717,9</b>	<b>2 804,6</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	14,2	13,3	12,5	12,5	12,5
Wartości niematerialne i prawne	0,6	0,6	0,8	0,8	0,8
Należności handlowe	600,9	1 288,9	1 694,4	1 624,2	1 649,9
Instrumenty dłużne	14,9	398,6	404,2	404,2	404,2
Gotówka	484,4	542,2	599,9	632,2	693,2
<b>Pasywa</b>	<b>1 138,9</b>	<b>2 283,5</b>	<b>2 755,7</b>	<b>2 717,9</b>	<b>2 804,6</b>
Kapitał własny	490,7	888,3	934,7	967,0	1 028,1
Kapitały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	597,3	1 299,9	1 718,4	1 648,3	1 673,9
Zobowiązania oprocentowane	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług netto	-488,5	-932,2	-996,5	-1 028,8	-1 089,9
Kapitał obrotowy netto	3,6	-11,0	-24,0	-24,0	-24,0

Wskaźniki operacyjne	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wzrost sprzedaży (%)	-17%	233%	-20%	-10%	1%
wzrost kosztów (%)	1%	62%	17%	-10%	-1%
wzrost EPS (%)	-43%	597%	-36%	-12%	2%
marża EBITDA (%)	30,2%	65,7%	49,5%	49,8%	50,6%
marża EBIT (%)	27,3%	64,7%	48,2%	48,4%	49,1%
marża netto (%)	24,1%	50,4%	40,4%	39,2%	39,8%
ROE (%)	12,2%	58,4%	28,1%	23,6%	23,0%
ROA (%)	5,5%	23,5%	10,2%	8,2%	8,3%
Koszty/Przychody (%)	73%	35%	52%	52%	51%
Kapitał własny/aktywa (%)	43%	39%	34%	36%	37%
Dług netto/kapitał własny (x)	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1
Dług netto/EBITDA (x)	-6,8	-1,8	-3,2	-3,6	-3,7
Fundusze własne	409	529	644	708	764
Łączna ekspozycja na ryzyko	2563	2836	4194	4032	4096
Bufory kapitałowe	69	75	108	104	105
Łączny współczynnik kapitałowy (%)	13%	16%	13%	15%	16%

Źródło: Spółka, Trigon DM

## Spis treści

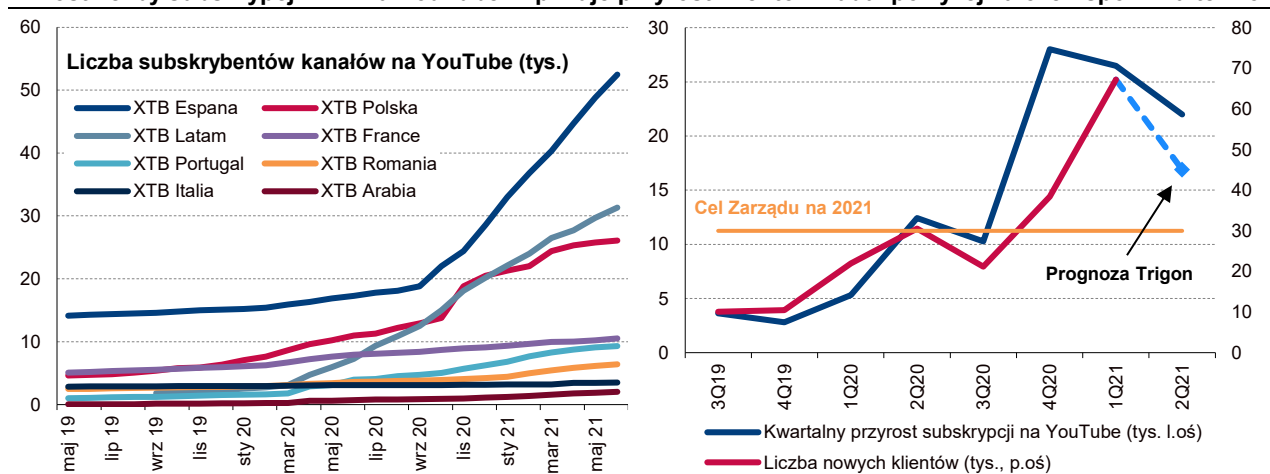
Podsumowanie inwestycyjne.....	4
Wycena dochodowa.....	11
Wycena porównawcza.....	12
XTB - Model biznesowy i strategia.....	14
Czynniki ryzyka.....	17
Prognozy finansowe.....	18

## Podsumowanie inwestycyjne

### Kontynuacja dynamicznego przyrostu nowych klientów

Celem Zarządu spółki na ten rok było pozyskiwanie średnio 30tys. nowych klientów kwartalnie. W wyjątkowo silnym pierwszym kwartale 2021 został on przekroczony ponad dwukrotnie (67tys.). Biorąc pod uwagę dalszy wzrost popularności kanałów XTB na YouTube uważamy, że w drugim kwartale 2021 cel ten również zostanie przekroczony. Zakładamy, że spółka pozyskała w II kw.'21 45tys. nowych klientów. Subskrypcje na YouTube od dłuższego czasu najdynamiczniej rosną w Hiszpanii i Ameryce Łacińskiej. Zapotrzebowanie klientów na analizy i komentarze rynkowe może świadczyć o długoterminowej relacji spółki z klientami.

**Wzrost liczby subskrypcji XTB na YouTube implikuje przyrost klientów nadal powyżej założeń spółki na ten rok**



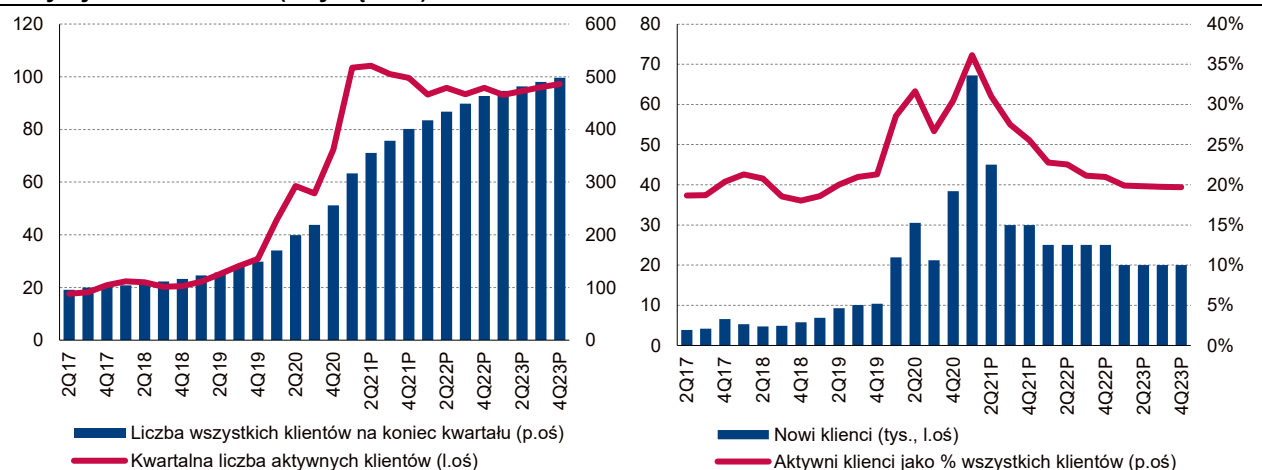
Źródło: YouTube, XTB, Trigon DM

### Baza klientów kluczem do wysokości powtarzalnych wyników

Zakładamy, że w kolejnym kwartale przyrost nowych klientów zbliży się do założeń zarządu z uwagi na okres wakacyjny. Uzyskanie licencji na prowadzenie działalności w Zjednoczonych Emiratach Arabskich jest wspierające, gdyż pozwoli na ekspansję na cały region MENA (Bliski Wschód i Afryka Północna). Uważamy jednak, że utrzymanie tak dynamicznej akwizycji nowych klientów w kolejnych latach może być trudne z uwagi na zakładamy powrót zmienności rynków do historycznych poziomów.

**W roku 2022 zakładamy średnią akwizycję nowych klientów na 25tys. kwartalnie, w 2023 na 20tys. kwartalnie, a w długim terminie na 15tys.** Założenia te mogą się wydawać konserwatywne, biorąc pod uwagę osiągnięcia w ostatnich kwartałach. Nie zapominajmy jednak, że obecny okres jest wyjątkowy w związku z dużą zmiennością rynku i wzrostem popularności inwestowania online. Należy jednak pamiętać, że raz pozyskany klient zazwyczaj zostaje w spółce na dłużej (churn wynosi obecnie 8-10% rocznie) i budowa długoterminowej bazy klientów jest kluczowa z punktu widzenia wyceny spółki.

**Statystyki klientów XTB (w tysiącach)**

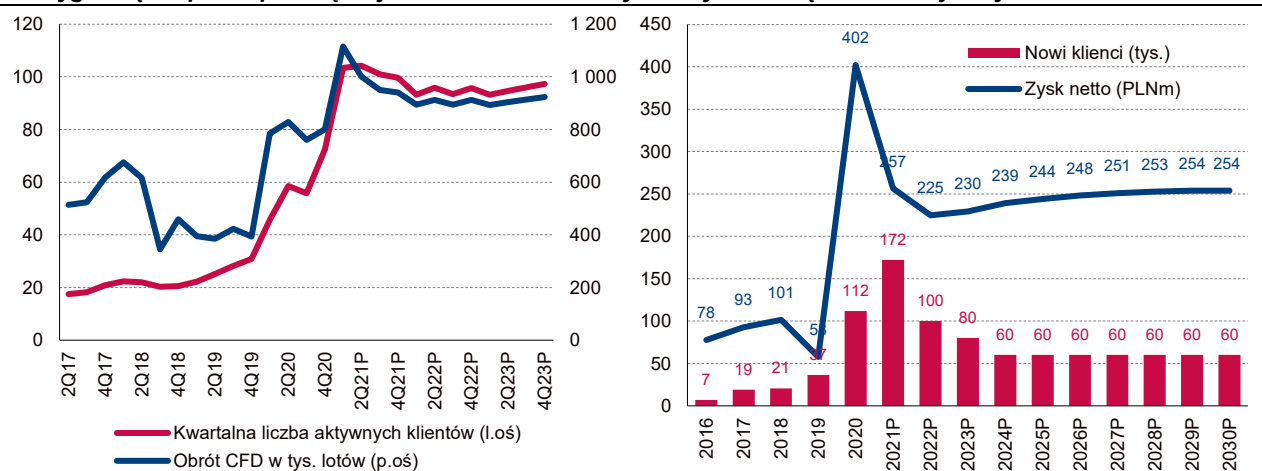


Źródło: XTB, Trigon DM

Ostatnie kwartały dynamicznego przyrostu nowych klientów, którzy zazwyczaj są aktywni w danym kwartale, silnie podbiły statystyki odnośnie aktywności klientów w odniesieniu do bazy wszystkich klientów. Przed pandemią aktywni klienci stanowili ok. 20% bazy wszystkich klientów i zakładamy konserwatywnie, że po przejściowej górze w 2020-21 wskaźnik ten powróci do swoich historycznych poziomów. Niemniej jednak uważamy, że budowana obecnie baza klientów pomoże w utrzymaniu, a od 2023 roku nawet w stopniowym wzroście liczby aktywnych klientów, pomimo zakładanego spadku akwizycji nowych klientów i powrotu zmienności do historycznych poziomów (która też wpływa na aktywność klientów).

Liczba aktywnych klientów jest kluczowa z punktu widzenia wolumenu obrotu instrumentami CFD i budowania powtarzalnych wyników, niezależnie od krótkoterminowej zmienności rynków. **Szacujemy, że obecna baza klientów, przy założeniu 20% aktywności i zmienności na średnich historycznych poziomach, pozwalałaby na uzyskiwanie ok. 160mln PLN powtarzalnego zysku netto rocznie (P/E 12x).** Niemniej jednak, z uwagi na zakładaną trajektorię akwizycji nowych klientów szacujemy zdolność spółki do generowania powtarzalnego zysku netto od przyszłego roku na ok. 225mln PLN (P/E 8,5x), a docelowo 250mln PLN.

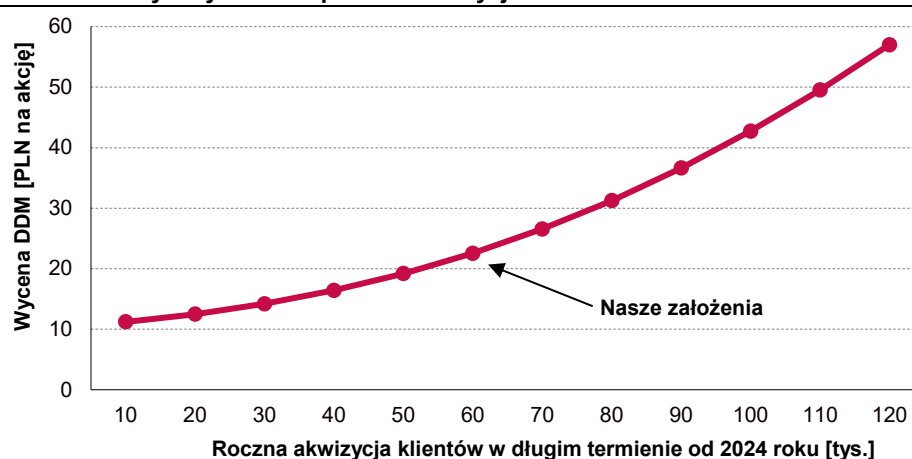
**Po wygaśnięciu ponadprzeciętnej zmienności kluczowy dla wyników będzie rozwój bazy klientów**



Źródło: XTB, Trigon DM

Dlatego budowa bazy klientów ma tak duże znaczenie z punktu widzenia wyceny spółki. W naszym scenariuszu pozyskania 100tys. nowych klientów w 2022, 80tys. w 2023 oraz po 60tys. od 2024 roku i wypłaty co roku 75% dywidendy, wycena DDM wynosi 22,6 PLN na akcję. **Gdyby założyć cel zarządu na 2021 rok (120tys. nowych klientów) również w długim terminie, implikowana wycena DDM wyniosłaby 57 PLN na akcję.**

**Wrażliwość wyceny DDM na poziom akwizycji klientów**



Źródło: Trigon DM

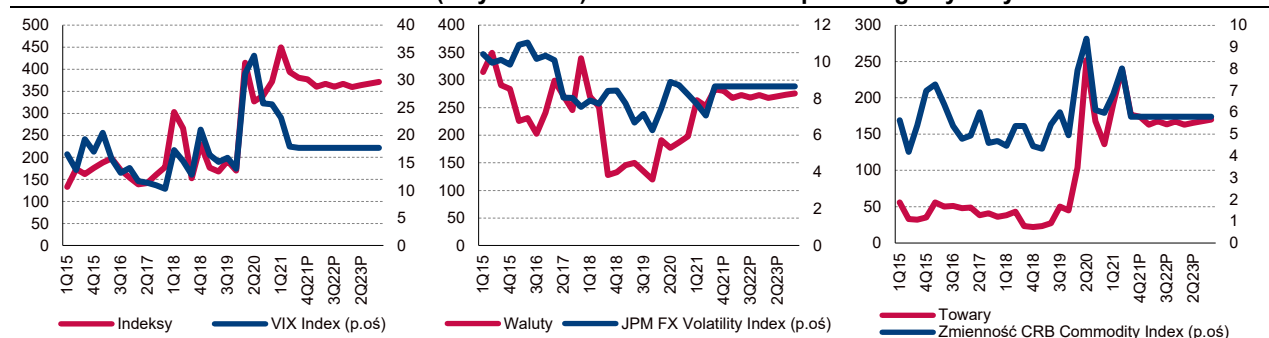
Uważny czytelnik dostrzeże, że spadek poziomu akwizycji nowych klientów w kierunku zera ma coraz mniejszy negatywny wpływ na wycenę. Wynika to z faktu, iż zmienną egzogeniczną jest zakładana roczna akwizycja nowych klientów w długim terminie (od 2024 roku), a założenia na lata 2021-23 są niezmiennie. W związku z tym wartość bieżąca dywidend z zysków za lata 2021-23 oraz poziom kapitału nadwyżkowego uwzględniany w wycenie są stałe i wynoszą ok. 5 PLN na akcję. Stabilizuje to powyższą wrażliwość wyceny w jej dolnych przedziałach.

**Obecny kurs spółki implikuje, że rynek zakłada powrót zdolności pozyskiwania nowych klientów do ok. 40tys. rocznie, czyli tyle ile wynosił w drugiej połowie 2019 roku, tuż przed wybuchem pandemii.** Biorąc pod uwagę skokowy wzrost znaczenia e-commerce podczas pandemii, poprawę udziałów spółki na jej kluczowych rynkach i planowaną ekspansję na nowe, taki scenariusz wydaje się zbyt konserwatywny.

**W krótkim terminie liczy się zmienność**

Modelowo na poziom wolumenu obrotu instrumentami CFD ma wpływ również zmienność na rynkach, ale z uwagi na dynamiczny rozwój bazy klientów, trudno wyodrębnić istotność tej korelacji w czasie.

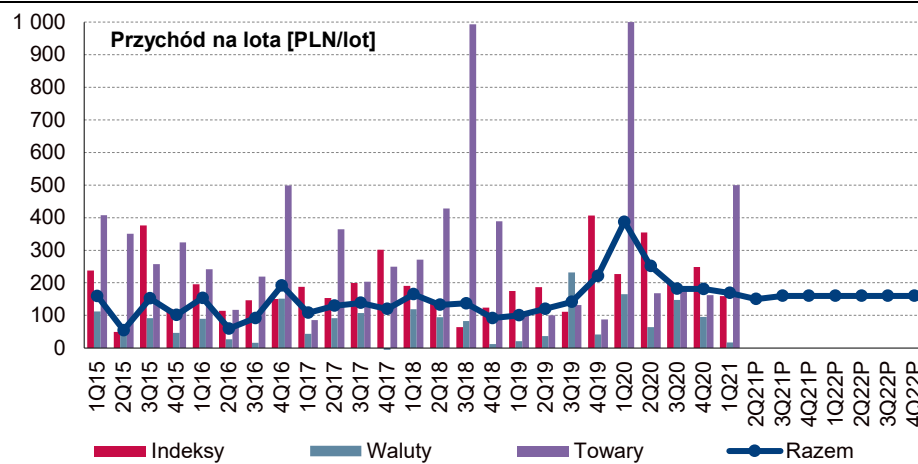
**Wolumen obrotu instrumentami CFD (w tys. lotów) na tle zmienności poszczególnych rynków**



Źródło: XTB, Bloomberg, Trigon DM

Z uwagi na brak przewidywalności, na kolejne kwartały i lata zakładamy zmienności wszystkich indeksów uwzględnianych w modelu na poziomie historycznych średnich. W krótkim terminie bardziej niż na wolumen obrotu zmienność potrafi wpływać na jego rentowność dla spółki, wyrażaną w PLN na lota.

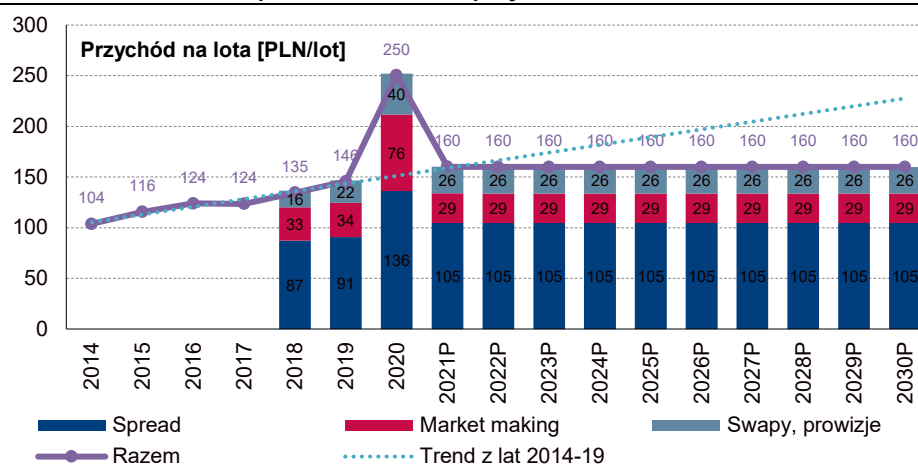
#### Rentowność obrotu poszczególnych kategorii instrumentów CFD



Źródło: XTB, Trigon DM

Jak widać rentowności obrotu w poszczególnych kategoriach potrafią się istotnie różnić z kwartału na kwartał. Źródłem przychodów z obrotu są spready, punkty swapowe, prowizje i market making. Pierwsze trzy pozycje są względnie stabilne i wynikają z tabeli opłat, a za różnice z kwartału na kwartał odpowiada głównie market making, który wyraża łączny zysk lub stratę klientów, gdyż XTB jest drugą stroną transakcji. Klienci różnie sobie radzą na poszczególnych instrumentach i zdarzały się kwartały, w których spółka traciła na market makingu, ale w długim terminie większość klientów detalicznych (73%) jest stratna na handlu instrumentami CFD.

#### Rentowność obrotu w podziale na źródła przychodów

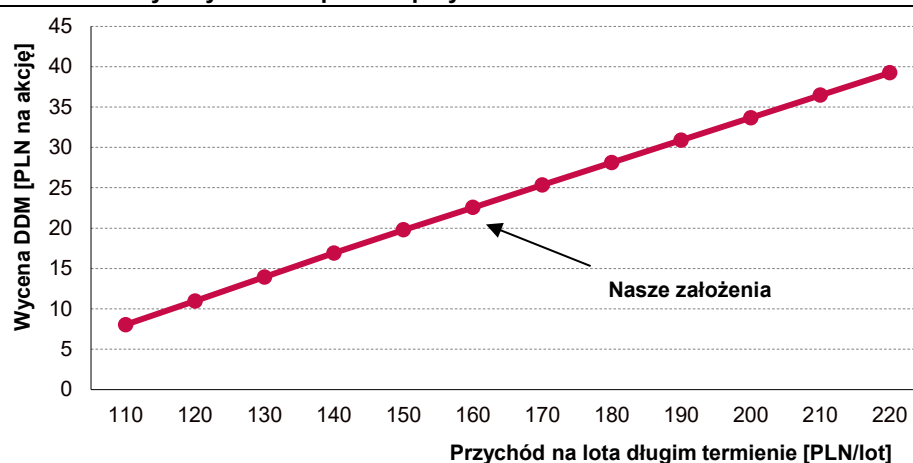


Źródło: XTB, Trigon DM

Spółka dzieli się od 2018 roku strukturą przychodów w podziale na źródła w okresach rocznych. Rok 2020 był wyjątkowo dobry zarówno w powtarzalnych kategoriach (spready, swapy, prowizje) ze względu na strukturę obrotu (większy udział wyżej-marżowych Towarów), jak i w market makingu, na co wpływ miała ponadprzeciętna zmienność, która utrudnia klientom zarabianie. **Od 2021 roku zakładamy normalizację i we wszystkich okresach naszej prognozy zakładamy średni przychód spółki na lota na poziomie 160 PLN/lot, z czego market making stanowi 18%.** Widzimy upside do tego założenia, biorąc pod uwagę trend wzrostu rentowności obrotu w latach 2014-19.

Poniżej przedstawiamy wrażliwość naszej wyceny DDM na zakładany średni poziom rentowności na lata, przy innych warunkach nie zmienionych. Każda zmiana o 10 PLN/lot zmienia wycenę o ok. 2,6 PLN na akcję. **Gdybyśmy założyli, że średni przychód na lata rośnie zgodnie z przedstawionym na poprzednim wykresie trendem z lat 2014-19, implikowana wycena DDM wyniosłaby ok. 36 PLN na akcję.**

**Wrażliwość wyceny DDM na poziom przychodu na lata**

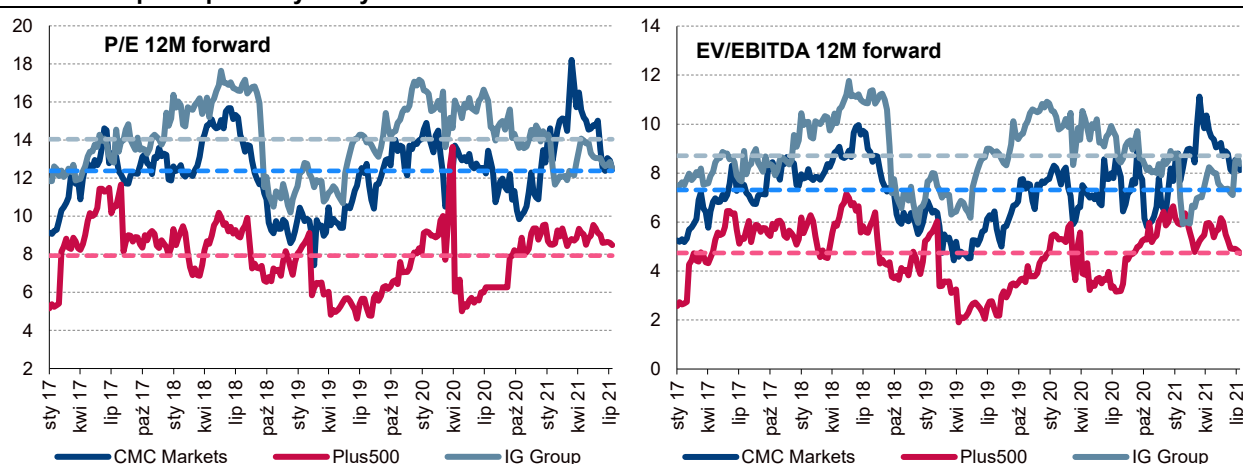


Źródło: Trigon DM

**XTB bardziej zbliżone do CMC Markets i IG Group niż do Plus500**

Na giełdzie w Londynie jest notowanych trzech bliskich konkurentów spółki działających na rynku CFD w podobnym modelu biznesowym, polegającym na byciu drugą stroną transakcji dla swoich klientów. Od lat Plus500 notowane jest na niższych wskaźnikach P/E i EV/EBITDA niż CMC Markets i IG Group (różnice wynoszą 40-50%), pomimo iż profil spółek wygląda podobnie, a korelacja wyników w poszczególnych okresach jest wysoka.

**Wskaźniki spółek porównywalnych**



Źródło: Bloomberg, Trigon DM

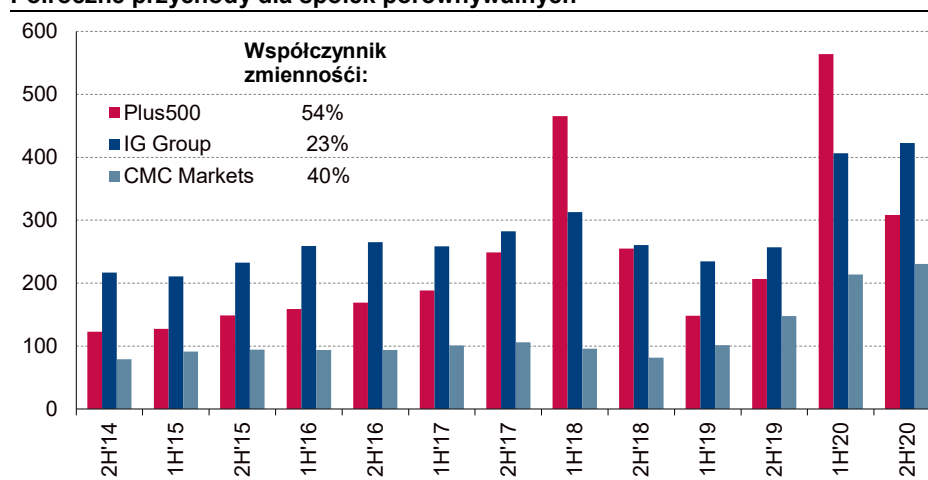
Zastanawialiśmy z czego wynika tak duża różnica w podejściu rynku do tych spółek i czy XTB powinno być porównywalne do CMC Markets/IG Group, czy raczej do Plus500. Zidentyfikowaliśmy dwie duże różnice. Pierwsza polega na tym, że Plus500 jako jedyny oferuje swoje usługi tylko klientom detalicznym i nie ma segmentu instytucjonalnego, który polega na dostarczaniu płynności i technologii innym instytucjom finansowym, dzięki czemu mogą one pod własną marką oferować usługi obrotu swoim klientom.



Druga widoczna różnica to funkcjonalność platform transakcyjnych. Plus500 ma do wyboru tylko jedną, swoją platformę transakcyjną, która jest bardzo prosta w obsłudze, ale nie zawiera rozbudowanych narzędzi statystycznych i analitycznych. Pozostałe firmy, w tym XTB, postawiły na edukację klientów, rozszerzoną funkcjonalność własnych platform transakcyjnych oraz dają również klientom możliwość korzystania z zewnętrznych platform, m.in. dobrze znanej inwestorom platformy MetaTrader.

Wygląda więc na to, że Plus500 stawia na bardziej krótkoterminowe relacje z klientami poprzez zintensyfikowane działania marketingowe, kusząc prostotą oferty. Takie podejście skutkuje większym uzależnieniem wyników od krótkoterminowych sukcesów w pozyskiwaniu nowych klientów, przez co wyniki charakteryzują się większą zmiennością, czego inwestorzy nie lubią. Do roku 2019 względne odchylenie standardowe półrocznych wyników wynosiło dla Plus500 46%, dla CMC Markets 17%, a dla IG Group 11%. Okres pandemii podniósł zmienność wyników tych spółek i obecnie współczynnik zmienności wynoszą odpowiednio 54% / 40% / 23%.

**Półroczne przychody dla spółek porównywalnych\***



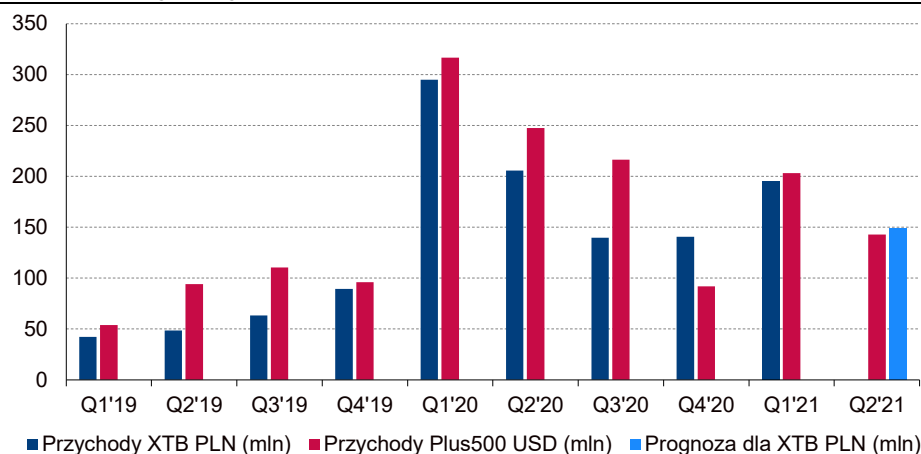
Źródło: Bloomberg, Trigon DM, \*mln GBP dla CMC Markets i IG Group, mln USD dla Plus500

Na postrzeżenie w oczach inwestorów może mieć również znaczenie to, że Plus500 ma siedzibę w Izraelu, a CMC Markets i IG Group w Wielkiej Brytanii. Pochodzenie XTB z Polski również może niekorzystnie wpływać na wskaźniki spółki, ale pozostałe aspekty biznesowe wskazują, że XTB powinno być notowane na mnożnikach zbliżonych bardziej do CMC Markets/IG Group niż do Plus500. A jest zupełnie odwrotnie. Na naszych prognozach XTB jest notowane na zbliżonym wskaźniku P/E do Plus500, a EV/EBITDA nawet poniżej, pozostając istotnie poniżej wskaźników dla CMC Markets, czy IG Group. XTB oferuje jednocześnie najwyższą stopę dywidendy ze wszystkich spółek. Uważamy, że jest to niesłuszne podejście i w najbliższym czasie może się zmienić. Do niedawna skala działalności XTB była na tyle mała, że skutkowało również dużą zmiennością wyników. Wydaje nam się jednak, że dynamiczny wzrost bazy klientów w ostatnim czasie to zmienił i jeżeli spółka pokaże jeszcze kilka kwartałów powtarzalnych, solidnych wyników to postrzeżenie jej przez inwestorów również ulegnie poprawie i wskaźniki wyceny mogą zbliżyć się do tych dla CMC Markets, czy IG Group.

## Prognoza wyników za II kw.'21

Jeden z konkurentów spółki - Plus500 - podał już wstępne przychody za II kw.'21, które spadły o 30% kw/kw. W XTB nie powinno być aż tak źle, ale również oczekujemy istotnie gorszego kwartału w porównaniu z poprzednim. Przede wszystkim w Plus500 miał miejsce silny spadek liczby pozyskanych nowych klientów, aż o 47% kw/kw do 48tys., co stanowi tylko 18% aktywnych klientów z poprzedniego kwartału. Spółka mogła mieć więc problem z utrzymaniem liczby aktywnych klientów kw/kw. Dla XTB zakładamy mniejszy spadek liczby nowych klientów, o ok. 1/3 kw/kw do 45tys., ale stanowić to będzie aż 44% liczby aktywnych klientów z poprzedniego kwartału, więc prawdopodobnie liczba aktywnych klientów nie spadnie.

### Kwartalne przychody XTB vs. Plus500



Źródło: XTB, Plus500, Trigon DM

Potencjalnego ryzyka do naszej prognozy wyników doszukujemy się w kryptowalutach. Spółka 7 maja wstrzymała możliwość otwierania nowych pozycji na większości kryptowalut i zostawiła tylko 5 najpopularniejszych (m.in Bitcoin, Ethereum). Wiązało się to z tym, że możliwość hedgingu na zewnątrz otwartych pozycji klientów na mniej popularnych kryptowalutach była niemożliwa. Decyzja spółki wskazuje na to, że klienci musieli mieć dużą skumulowaną pozycję w jedną stronę (prawdopodobnie długą) i zarabiali kosztem spółki, czego nie była w stanie ograniczyć poprzez zabezpieczenie pozycji zewnętrznymi dostawcami płynności. Wszyscy pamiętamy przecież rajdy notowań niektórych kryptowalut w kwietniu i maju. Potencjalnie słabsze wyniki za II kw.'21 wykorzystalibyśmy na zwiększenie ekspozycji na akcje XTB, gdyż część negatywnych efektów może mieć charakter jednorazowy.

### XTB: Prognoza wyników za II kw.'21

mIn PLN	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	y/y	q/q
Przychody	211,5	139,6	140,1	186,7	149,0	-30%	-20%
EBITDA	147,7	81,3	59,0	101,7	64,0	-57%	-37%
EBIT	145,8	79,5	56,9	99,8	62,0	-57%	-38%
Zysk netto	117,5	68,4	40,5	89,1	50,3	-57%	-44%
P/E12M trailing	5,5	4,8	4,8	6,1	7,7		
EV/EBITDA 12M trailing	2,5	2,0	1,9	2,2	3,4		
zmiana przychodów r./r.	342%	129%	56%	-39%	-30%		
marża EBITDA	69,8%	58,2%	42,1%	54,5%	43,0%		
marża EBIT	68,9%	56,9%	40,6%	53,5%	41,6%		
marża netto	55,6%	49,0%	28,9%	47,7%	33,8%		

Źródło: XTB, Bloomberg, Trigon DM

## Wycena dochodowa

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

### Założenia do wyceny:

- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 1,8%,
- Premia za ryzyko 5,5% (spółka wchodzi w skład indeksu mWIG40),
- Beta nielewarowana na poziomie 1,3x,
- Podstawowe KPI:

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Nowi klienci [tys.]	21	37	112	172	100	80	60	60	60	60	60	60	60
Klienci na koniec okresu [tys.]	117	149	256	401	464	498	511	522	532	542	550	558	565
Średnia kwartalna liczba aktywnych klientów [tys.]	21	27	58	102	95	95	96	98	100	102	104	105	107
Wolumen obrotu CFD [tys. lotów]	2 095	1 597	3 175	4 006	3 612	3 634	3 657	3 744	3 823	3 894	3 958	4 017	4 069
Rentowność obrotu CFD [PLN/lot]	135	146	250	160	160	160	160	160	160	160	160	160	160

### XTB: Wycena DDM

mIn PLN	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	>2030P
EPS	2,2	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	
DPS	1,8	1,6	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	2,2
Stopa wypłaty dywidendy	52%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	100%
ROE	28,1%	23,6%	23,0%	22,5%	21,7%	20,8%	20,0%	19,1%	18,3%	17,5%	17,5%
Koszt kapitału	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Współczynnik Tier 1	12,8%	15,0%	16,1%	17,7%	18,7%	19,8%	20,9%	21,9%	23,0%	24,1%	
Kapitał nadwyżkowy ponad T1 14% (mIn PLN)	-51	40	86	151	198	249	300	353	406	460	

Stopa wzrostu DPS (g)	0,0%
PV strumienia dywidend 2021-2030P	8,6
Wartość rezydualna dywidend	24,2
PV w artocci rezydualnej dywidend	9,4
PV kapitału nadwyżkowego w 2030P na akcję	1,7
<b>Wartość wewnętrzna (1.01.2021)</b>	<b>19,7</b>
Miesiąc	7
Wartość wewnętrzna (obecnie)	20,7
<b>12M cena docelowa</b>	<b>22,6</b>

		Analiza wrażliwości wyceny				
		Stopa wolna od ryzyka				
Stopa wzrostu (g)		<b>0,8%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,8%</b>
	<b>-1,0%</b>	23,9	22,6	21,4	20,3	19,3
	<b>-0,5%</b>	24,7	23,2	21,9	20,8	19,7
	<b>0,0%</b>	25,5	24,0	<b>22,6</b>	21,3	20,2
	<b>0,5%</b>	26,5	24,8	23,3	21,9	20,7
	<b>1,0%</b>	27,6	25,7	24,0	22,6	21,3

Źródło: Trigon DM

W wycenie zakładamy stopę wypłaty dywidendy na poziomie 75% w okresie szczegółowej prognozy 2021-30. Zakładany przez nas wzrost działalności nie będzie wymagał odkładania większej części zysków na kapitały, a odłożone 192mIn PLN na fundusze własne z zysku za 2020 rok z nawiązką będzie pokrywało obecne wymogi kapitałowe. Spółka musi utrzymywać współczynnik wypłacalności na minimum 8%, a do wypłaty 75% dywidendy wystarczy wykazać poziom 14% na koniec roku. Spółka może swobodnie sterować poziomem współczynnika kapitałowego ograniczając ekspozycję na ryzyko poprzez hedging w zewnętrznych instytucjach. W okresie rezydualnym zerujemy wzrost spółki (g=0%), co pozwala założyć 100% dywidendy po okresie prognozy (wymóg to 14% Tier 1 na koniec każdego kwartału). Wygenerowany kapitał nadwyżkowy ponad Tier 1 14% jest zdyskontowany i dodawany do wyceny.

## Wycena porównawcza

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

- 1) Wycena na podstawie mediany wskaźnika P/E dla lat 2021-23P.
- 2) Wycena na podstawie mediany wskaźnika EV/EBITDA dla lat 2021-23P.

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

### Wskaźniki spółek z grupy porównawczej

Spółka	Kapitalizacja (mIn EUR)	P/E			EV/EBITDA			DY		
		2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
CMC Markets PLC	1 535	12,6	12,1	12,3	8,2	7,9	7,7	6,8%	4,0%	4,1%
Plus500 Ltd	1 598	7,8	9,1	8,7	4,7	4,7	5,0	11,1%	3,6%	3,4%
IG Group Holdings PLC	4 251	12,7	11,2	11,2	8,5	7,6	7,7	5,1%	5,1%	5,7%
<b>Mediana</b>		<b>12,6</b>	<b>11,2</b>	<b>11,2</b>	<b>8,2</b>	<b>7,6</b>	<b>7,7</b>	<b>6,8%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,1%</b>
<b>XTB</b>	<b>418</b>	<b>7,5</b>	<b>8,5</b>	<b>8,3</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>11,0%</b>	<b>10,1%</b>	<b>8,8%</b>
<i>Premia/dyskonto</i>		<i>-41%</i>	<i>-24%</i>	<i>-26%</i>	<i>-62%</i>	<i>-55%</i>	<i>-56%</i>	<i>62%</i>	<i>154%</i>	<i>114%</i>

Źródło: Bloomberg, Trigon DM

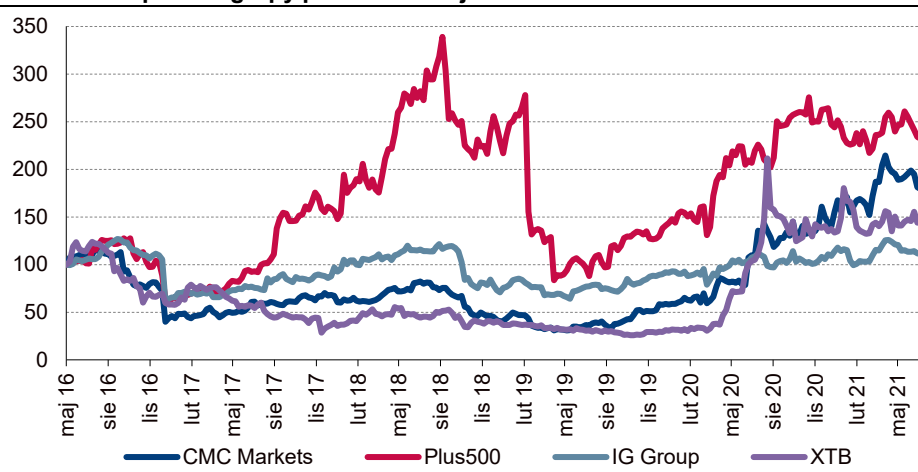
Wskaźniki dla XTB są przyjęte zgodnie z naszymi projekcjami. Wartości wskaźników wszystkich spółek z grupy porównawczej przedstawiają konsensus Bloomberg. Nie dokonywaliśmy korekty o zdarzenia jednorazowe.

### XTB: Podsumowanie wyceny porównawczej

	2021P	2022P	2023P	Średnia
P/E	27,5	21,5	21,9	<b>23,6</b>
EV/EBITDA	29,9	26,4	27,0	<b>27,8</b>
<b>Średnia</b>	<b>28,7</b>	<b>24,0</b>	<b>24,4</b>	<b>25,7</b>

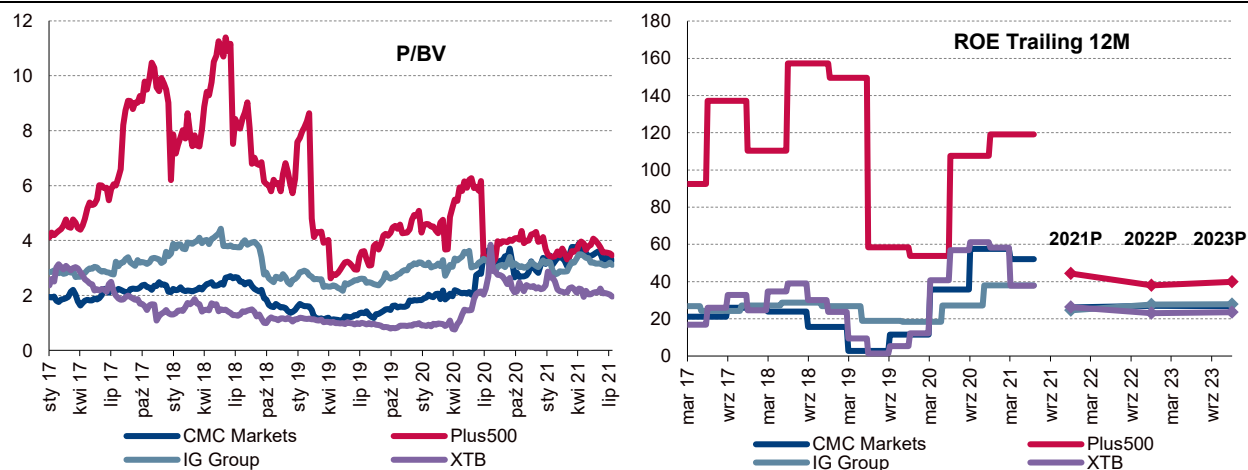
Źródło: Bloomberg, Trigon DM

### Notowania spółek z grupy porównawczej vs. XTB



Źródło: Bloomberg, Trigon DM

**Porównanie wskaźników P/BV i prognozowanych ROE dla spółek porównawczych**



Źródło: Bloomberg, Trigon DM

W podsumowaniu inwestycyjnym omówiliśmy różnice we wskaźnikach P/E i EV/EBITDA dla spółek porównawczych. W tym miejscu chcielibyśmy jeszcze zaznaczyć różne podejście w zarządzaniu kapitałem. Plus500 wykazywał do tej pory bardzo wysoki zwrot na kapitale własnym (ROE), za co był po części wynagradzany dużo wyższym wskaźnikiem P/BV. Niemniej jednak, niskie dokapitalizowanie w tak prowadzonym biznesie niesie za sobą ryzyko, że wyjątkowo nieudany kwartał, czy rok na market makingu mógłby wymazać znaczącą część kapitałów i utrudnić prowadzenie biznesu w przyszłości. Może to być kolejny czynnik wyjaśniający niższe wskaźniki wyceny rynkowej dla Plus500. ROE w XTB jest podobne to tego dla CMC Markets i IG Group, zarówno historyczne, jak i prognozowane, co świadczy o zbliżonym modelu biznesowym. Utwierdza nas to w przekonaniu, że wskaźniki wyceny dla XTB powinny być bliższe tym dla CMC Markets i IG Group.

**Podsumowanie wycen**

**XTB: Podsumowanie wyceny**

Metoda	Wycena (PLN)	Waga
DDM	22,6	50%
Porów naw cza	25,7	50%
<b>12M cena docelowa</b>	<b>24,1</b>	
Potencjał w zrostu	48%	

Źródło: Trigon DM

Wycena na podstawie modelu DDM implikuje 38% potencjału wzrostu kursu, natomiast wycena porównawcza aż 58%. Obu metodom wyceny przypisujemy równe wagi po 50%. **Nasza ostateczna 12-miesięczna cena docelowa wynosi 24,1 PLN na akcję i implikuje 48% potencjału wzrostu kursu z obecnego poziomu.**

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

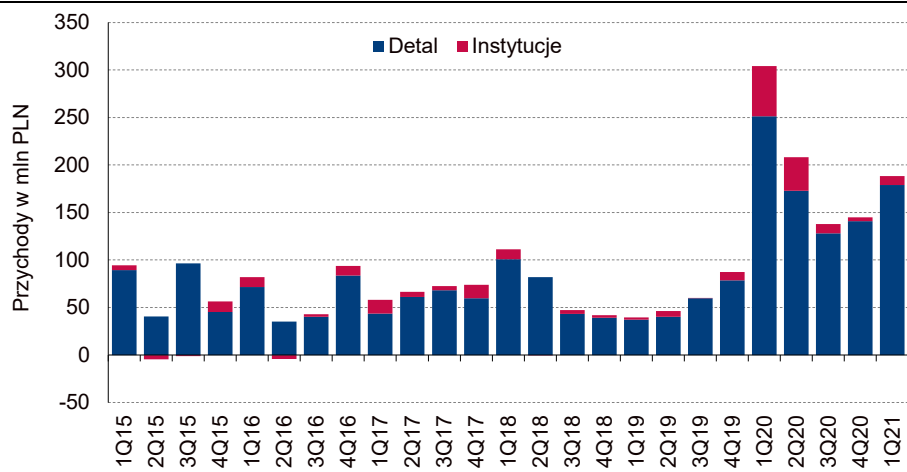
P/E			EV/EBITDA			DY		
2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
<b>Wskaźniki bazujące na cenie bieżącej</b>								
7,5	8,5	8,3	2,9	3,1	2,8	11,0%	10,1%	8,8%
<b>Wskaźniki bazujące na cenie docelowej</b>								
11,0	12,6	12,3	5,8	6,3	6,0	7,4%	6,8%	6,0%

Źródło: Trigon DM

## XTB - model biznesowy i strategia

XTB prowadzi działalność w dwóch segmentach: detalicznym i instytucjonalnym. Działalność detaliczna spółki obejmuje głównie prowadzony na rzecz klientów detalicznych internetowy obrót instrumentami pochodnymi opartymi na aktywach i instrumentach bazowych. Klientom instytucjonalnym spółka oferuje pod marką X Open Hub technologie, dzięki którym mogą oni pod własną marką oferować swoim klientom możliwość obrotu instrumentami finansowymi. Spółka działa również jako dostawca płynności dla klientów instytucjonalnych.

### Kwartałne przychody XTB w podziale na segmenty



Źródło: dane spółki, Trigon DM

Spółka prowadzi działalność na podstawie licencji udzielonych przez organy regulacyjne w Polsce, Wielkiej Brytanii, na Cyprze i w Belize. Działalność spółki jest regulowana i podlega nadzorowi właściwych organów na rynkach, na których spółka prowadzi działalność, w tym w krajach UE, na podstawie tzw. jednolitego paszportu europejskiego. Obecnie spółka koncentruje się na rozwijaniu swojej działalności na 12 kluczowych rynkach, w tym w Polsce, Hiszpanii, Czechach, Portugalii, we Francji i Niemczech, natomiast za priorytetowy region dalszej ekspansji Grupa uznaje Amerykę Łacińską, Afrykę i Azję.

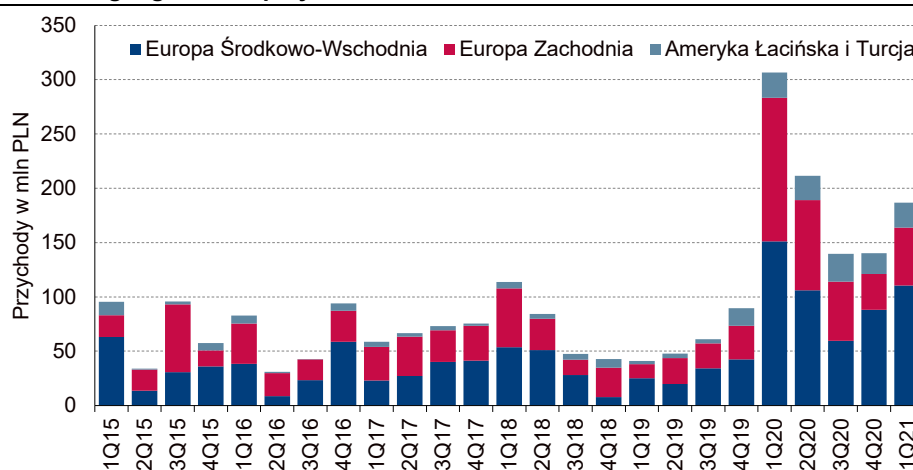
### Struktura przychodów GPW (młn PLN)



Źródło: dane spółki, Trigon DM

Aktualnie wysiłki Zarządu skupiają się na rozpoczęciu działalności operacyjnej w Zjednoczonych Emiratach Arabskich oraz w RPA. 11 lipca 2021 spółka otrzymała licencję na prowadzenie działalności w ZEA, co pozwoli na ekspansję na cały region MENA (Bliski Wschód i Afryka Północna). W zakresie RPA, ze względu na złożone lokalne uwarunkowania formalno-prawne, Zarząd na chwilę obecną nie jest w stanie wskazać przewidywanej daty rozpoczęcia działalności na tym rynku. Spółka zależna XTB Africa jest w trakcie procesu licencyjnego od lutego 2019.

#### Struktura geograficzna przychodów

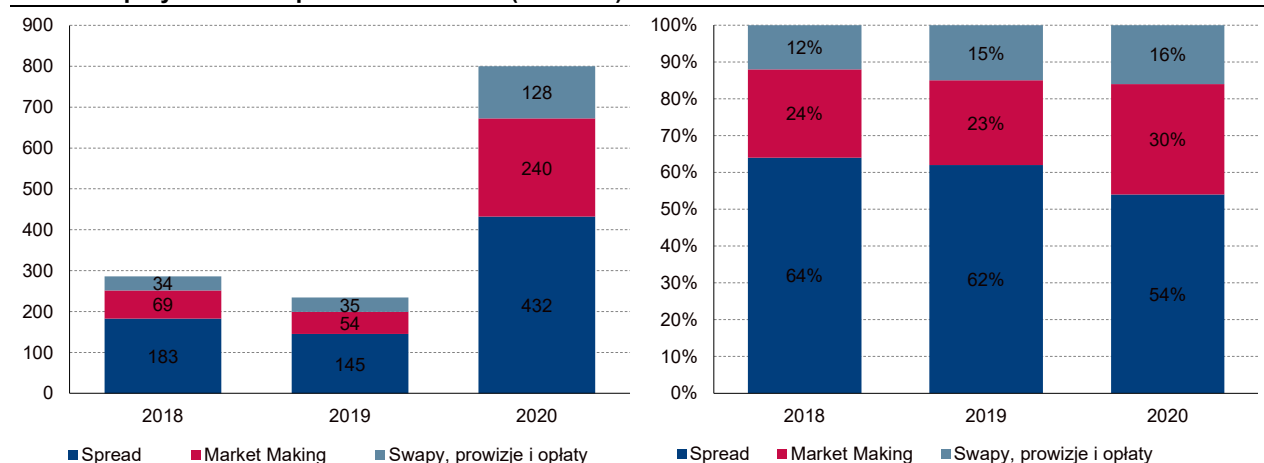


Źródło: dane spółki, Trigon DM

Najważniejszym rynkiem dla spółki pozostaje region CEE, z którego pochodzi ponad 50% przychodów, natomiast najważniejszym krajem jest cały czas Polska, z której pochodzi ok. 1/3 przychodów. Znaczącym rynkiem jest również Europa Zachodnia, a w szczególności Hiszpania, które odpowiadają odpowiednio za 40% oraz 17% przychodów grupy. Szybko rosnącym rynkiem jest natomiast Ameryka Łacińska która, zwiększyła swój udział z 8% w 2018 roku do 12% w pierwszym kwartale 2021.

Przychody Grupy pochodzą w przeważającej części z działalności detalicznej i obejmują przychody: (1) ze spreadów (różnicy między ceną sprzedaży – offer a ceną kupna – bid); (2) z prowizji i opłat naliczanych klientom przez spółkę; (3) z punktów swapowych, stanowiących kwoty wynikające z różnicy między teoretycznym kursem forward, a kursem spot danego instrumentu oraz (4) z wyniku netto z działalności spółki w zakresie market making.

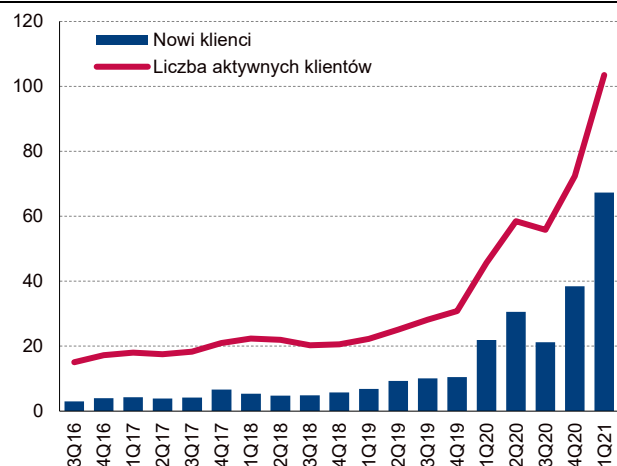
#### Struktura przychodów w podziale na źródła (młn PLN)



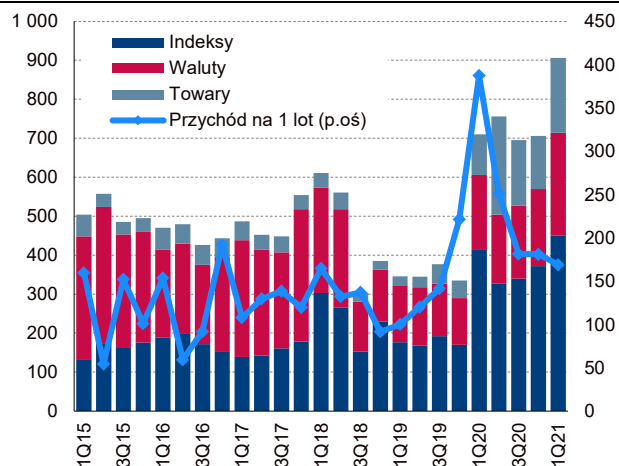
Źródło: dane spółki, Trigon DM

W model biznesowy XTB wpisana jest duża zmienność przychodów z okresu na okres. Na wyniki operacyjne wpływ mają przed wszystkim: (i) zmienność na rynkach finansowych i towarowych; (ii) liczba aktywnych klientów; (iii) wolumen zawieranych przez nich transakcji na instrumentach finansowych; (iv) ogólne warunki rynkowe, geopolityczne i gospodarcze; (v) konkurencja na rynku FX/CFD oraz (vi) otoczenie regulacyjne.

**Statystyki klientów spółki (w tys.)**



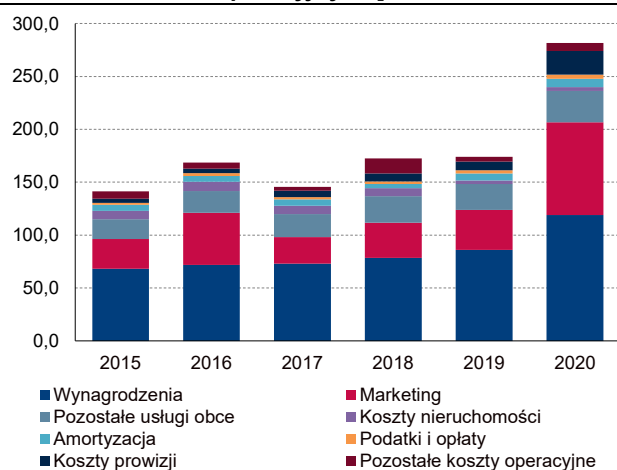
**Obrót CFD (tys. lotów) vs. przychód w PLN/lot**



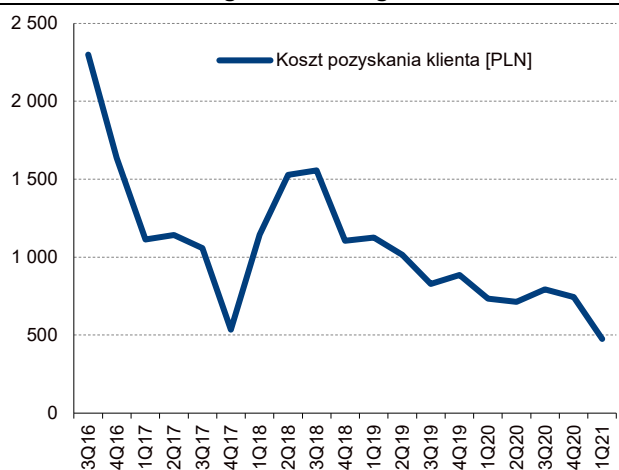
Źródło: dane spółki, Trigon DM

Największe pozycje kosztowe spółki to wynagrodzenia i marketing. Wydatki na kampanie marketingowe są skorelowane ze skalą akwizycji nowych klientów. W ostatnich kwartałach średni koszt pozyskania klienta spadał, a w 1Q'21 był wyjątkowo niski z uwagi na powszechne zainteresowanie ludzi możliwościami inwestycyjnymi. Na 2Q'21 zakładamy powrót to średnich wartości z 2020 roku, a w kolejnych latach wzrost o ok. 5% rocznie.

**Struktura kosztów operacyjnych [mln PLN]**



**Koszt marketingu na 1 nowego klienta**



Źródło: dane spółki, Trigon DM



## Czynniki ryzyka

### Ryzyka związane z działalnością Grupy:

- Ryzyko braku powodzenia w ekspansji zagranicznej. XTB otrzymała w lipcu br. licencję brokerską w Zjednoczonych Emiratach Arabskich. Jeżeli potencjalni klienci nie będą zainteresowani rozwiązaniami oferowanymi przez spółkę, to możemy mieć do czynienia z odpisami, które obciążą wyniki.

- Ryzyko strat na market making'u. Spółka zaznacza że najlepsze wyniki uzyskuje kiedy kurs porusza się w sposób nieprzewidywalny oraz nie plasuje się w trendzie. Jeżeli byśmy mieli do czynienia z długoterminową stabilizacją możemy oczekiwać znacznie słabszych, a nawet ujemnych wyników na market making'u.

- Czynniki ekonomiczne, polityczne i rynkowe będące poza kontrolą spółki mogą mieć niekorzystny wpływ na działalność i rentowność. Zależy od nich zmienność na rynkach finansowych, która ma wpływ na wolumeny obrotu CFD i rentowność spółki.

- Działalność spółki jest uzależniona w znacznym stopniu od zdolności do zachowania jej reputacji oraz od powszechnego postrzegania rynków instrumentów finansowych.

### Ryzyka związane z otoczeniem regulacyjnym:

- Ryzyko dalszych regulacji instrumentów CFD przez ESMA. W lipcu 2018 roku ESMA zakazała handlowania opcjami binarnymi, a w sierpniu zmniejszyła maksymalną dźwignię dopuszczaną na instrumentach typu CFD z 100 do przedziału pomiędzy 30 a 2, zwiększyła również minimalny margin oraz zakazała negatywnego bilansu konta. Widzimy ryzyko, że może dojść do dalszych regulacji zwłaszcza w przypadku znaczących strat klientów spowodowanych dużą zmiennością.

- Ryzyko zwiększenia regulacji instrumentów CFD przez KNF. Komisja w sierpniu 2019 pozwoliła „doświadczonym klientom” korzystać z wyższej dźwigni 100:1 oraz po upływie roku upublicznić informacje jak to wpłynęło na zyskowność klientów, natomiast przez pandemię publikacja została przesunięta. KNF może wycofać się z tej decyzji.

- Spółka może zostać zobowiązana do utrzymywania wyższych współczynników lub buforów kapitałowych, co może ograniczyć rozwój spółki.

- Przepisy regulujące reklamę oraz inne przepisy mogą wpłynąć na możliwości reklamowania się przez spółkę.

**Rachunek wyników (mln PLN)**

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Przychody</b>	<b>288,3</b>	<b>239,3</b>	<b>797,9</b>	<b>635,3</b>	<b>572,8</b>	<b>576,2</b>
<b>Koszty operacyjne</b>	<b>-172,5</b>	<b>-173,9</b>	<b>-281,7</b>	<b>-329,0</b>	<b>-295,8</b>	<b>-293,1</b>
Wynagrodzenia i świadczenia pracownicze	-78,5	-86,0	-119,1	-122,3	-125,0	-131,4
Marketing	-33,3	-37,7	-87,7	-111,8	-76,4	-65,3
Koszty prowizji	-7,6	-8,3	-22,5	-41,1	-38,9	-39,2
Pozostałe usługi obce	-24,9	-24,6	-29,4	-35,1	-36,2	-37,3
Amortyzacja	-3,9	-6,8	-7,8	-8,0	-8,3	-8,6
Pozostałe	-24,2	-10,4	-15,2	-10,7	-11,0	-11,3
<b>EBITDA</b>	<b>119,7</b>	<b>72,2</b>	<b>524,0</b>	<b>314,3</b>	<b>285,4</b>	<b>291,7</b>
<b>EBIT</b>	<b>115,8</b>	<b>65,4</b>	<b>516,3</b>	<b>306,3</b>	<b>277,1</b>	<b>283,1</b>
Wynik na działalności finansowej	8,9	4,0	-17,0	8,4	0,3	0,4
<b>Zysk brutto</b>	<b>124,7</b>	<b>69,4</b>	<b>499,2</b>	<b>314,7</b>	<b>277,4</b>	<b>283,4</b>
Podatek dochodowy	-23,2	-11,7	-96,9	-58,2	-52,7	-53,9
Zysk mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>101,5</b>	<b>57,7</b>	<b>402,4</b>	<b>256,5</b>	<b>224,7</b>	<b>229,6</b>
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>101,5</b>	<b>57,7</b>	<b>402,4</b>	<b>256,5</b>	<b>224,7</b>	<b>229,6</b>

marża EBITDA	41,5%	30,2%	65,7%	49,5%	49,8%	50,6%
marża EBIT	40,2%	27,3%	64,7%	48,2%	48,4%	49,1%
marża netto	35,2%	24,1%	50,4%	40,4%	39,2%	39,8%

zmiana przychodów r./r.	5%	-17%	233%	-20%	-10%	1%
zmiana kosztów r./r.	19%	1%	62%	17%	-10%	-1%
zmiana EBITDA r./r.	-11%	-40%	626%	-40%	-9%	2%
zmiana EBIT r./r.	-10%	-44%	689%	-41%	-10%	2%
zmiana zysku netto r./r.	9%	-43%	597%	-36%	-12%	2%

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P
<b>Przychody</b>	<b>306,7</b>	<b>211,5</b>	<b>139,6</b>	<b>140,1</b>	<b>186,7</b>	<b>149,0</b>
<b>Koszty operacyjne</b>	<b>-72,5</b>	<b>-65,7</b>	<b>-60,1</b>	<b>-83,3</b>	<b>-86,9</b>	<b>-87,0</b>
Wynagrodzenia i świadczenia pracownicze	-38,8	-26,9	-25,4	-28,0	-30,9	-29,3
Marketing	-16,7	-22,3	-17,9	-30,8	-33,1	-33,4
Podatki i opłaty	-4,5	-6,0	-5,5	-6,5	-9,7	-10,7
Pozostałe usługi obce	-7,8	-5,5	-7,0	-9,2	-8,7	-8,8
Amortyzacja	-1,9	-2,0	-1,8	-2,1	-2,0	-2,0
Pozostałe	-2,8	-3,2	-2,5	-6,7	-2,6	-2,8
<b>EBITDA</b>	<b>236,0</b>	<b>147,7</b>	<b>81,3</b>	<b>59,0</b>	<b>101,7</b>	<b>64,0</b>
<b>EBITDA skor.</b>	<b>236,0</b>	<b>147,7</b>	<b>81,3</b>	<b>59,0</b>	<b>101,7</b>	<b>64,0</b>
<b>EBIT</b>	<b>234,1</b>	<b>145,8</b>	<b>79,5</b>	<b>56,9</b>	<b>99,8</b>	<b>62,0</b>
Wynik na działalności finansowej	-11,9	-5,8	-0,1	0,7	8,2	0,1
<b>Zysk brutto</b>	<b>222,3</b>	<b>139,9</b>	<b>79,4</b>	<b>57,6</b>	<b>108,0</b>	<b>62,1</b>
Podatek dochodowy	-46,3	-22,5	-11,0	-17,1	-18,9	-11,8
Zysk mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>176,0</b>	<b>117,5</b>	<b>68,4</b>	<b>40,5</b>	<b>89,1</b>	<b>50,3</b>
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>176,0</b>	<b>117,5</b>	<b>68,4</b>	<b>40,5</b>	<b>89,1</b>	<b>50,3</b>

marża EBITDA	77,0%	69,8%	58,2%	42,1%	54,5%	43,0%
marża EBIT	76,3%	68,9%	56,9%	40,6%	53,5%	41,6%
marża netto	57,4%	55,6%	49,0%	28,9%	47,7%	33,8%

zmiana przychodów r./r.	650,0%	341,6%	129,1%	56,5%	-39,1%	-29,5%
zmiana kosztów r./r.	76,5%	54,7%	39,9%	76,0%	19,8%	32,4%
zmiana EBITDA r./r.	14836,5%	2056,3%	311,4%	34,2%	-56,9%	-56,7%
zmiana EBIT r./r.	-	2599,0%	342,3%	34,6%	-57,4%	-57,5%
zmiana zysku netto r./r.	22962,8%	2574,5%	341,1%	9,4%	-49,4%	-57,2%

Źródło: Spółka, Trigon DM

**Bilans (mln PLN)**

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>3,2</b>	<b>14,8</b>	<b>13,9</b>	<b>13,3</b>	<b>13,3</b>	<b>13,3</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	2,5	14,2	13,3	12,5	12,5	12,5
Wartości niematerialne i prawne	0,7	0,6	0,6	0,8	0,8	0,8
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>966,8</b>	<b>1 124,1</b>	<b>2 269,6</b>	<b>2 742,4</b>	<b>2 704,6</b>	<b>2 791,3</b>
Instrumenty dłużne	0,0	14,9	398,6	404,2	404,2	404,2
Należności handlowe	472,8	600,9	1 288,9	1 694,4	1 624,2	1 649,9
Pozostałe	26,1	24,0	39,9	44,0	44,0	44,0
Gotówka	468,0	484,4	542,2	599,9	632,2	693,2
<b>Aktywa</b>	<b>970,1</b>	<b>1 138,9</b>	<b>2 283,5</b>	<b>2 755,7</b>	<b>2 717,9</b>	<b>2 804,6</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>455,2</b>	<b>490,7</b>	<b>888,3</b>	<b>934,7</b>	<b>967,0</b>	<b>1 028,1</b>
Kapitał zakładowy	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
Pozostałe	347,8	427,2	480,1	672,3	736,5	792,6
Zysk (strata) netto	101,5	57,7	402,4	256,5	224,7	229,6
<b>Kapitały mniejszości</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>0,0</b>	<b>10,8</b>	<b>8,7</b>	<b>7,5</b>	<b>7,5</b>	<b>7,5</b>
Zobowiązania oprocentowane	0,0	10,8	8,7	7,5	7,5	7,5
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>514,9</b>	<b>637,4</b>	<b>1 386,6</b>	<b>1 813,5</b>	<b>1 743,4</b>	<b>1 769,0</b>
Zobowiązania oprocentowane	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	476,1	597,3	1 299,9	1 718,4	1 648,3	1 673,9
Pozostałe	38,9	40,1	86,7	95,1	95,1	95,1
<b>Pasywa</b>	<b>970,1</b>	<b>1 138,9</b>	<b>2 283,5</b>	<b>2 755,7</b>	<b>2 717,9</b>	<b>2 804,6</b>
Kapitał obrotowy netto	-3,3	3,6	-11,0	-24,0	-24,0	-24,0
Dług netto	-468,0	-488,5	-932,2	-996,5	-1 028,8	-1 089,9
Dług netto skor.	-468,0	-488,5	-932,2	-996,5	-1 028,8	-1 089,9
Dług netto/EBITDA (x)	-3,9	-6,8	-1,8	-3,2	-3,6	-3,7
Dług netto/kapitał własny (x)	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1
ROE (%)	24%	12%	58%	28%	24%	23%
ROA (%)	11%	5%	24%	10%	8%	8%
Fundusze własne	378	409	529	644	708	764
Łączna ekspozycja na ryzyko	1800	2563	2836	4194	4032	4096
Bufory kapitałowe	35	69	75	108	104	105
Łączny współczynnik kapitałowy (%)	19%	13%	16%	13%	15%	16%

**Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)**

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>139,5</b>	<b>60,6</b>	<b>469,1</b>	<b>283,6</b>	<b>233,0</b>	<b>238,2</b>
Zysk (strata) netto	101,5	57,7	402,4	256,5	224,7	229,6
Amortyzacja	3,9	6,8	7,8	8,0	8,3	8,6
Zmiany w kapitale obrotowym	41,0	19,0	66,7	58,3	-7,9	3,1
Zmiana należności handlowych	14,6	-106,9	-562,8	-309,9	56,6	-20,3
Zmiana zobowiązań handlowych	26,4	126,0	629,5	368,3	-64,5	23,4
Pozostałe	-6,9	-22,9	-7,7	-39,3	7,9	-3,1
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-1,2</b>	<b>-18,1</b>	<b>-384,2</b>	<b>-14,6</b>	<b>-8,3</b>	<b>-8,6</b>
CAPEX	-1,3	-3,3	-4,7	-7,4	-8,3	-8,6
Pozostałe	0,1	-14,8	-379,5	-7,2	0,0	0,0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-41,2</b>	<b>-24,9</b>	<b>-32,8</b>	<b>-211,3</b>	<b>-192,4</b>	<b>-168,5</b>
Zmiana zobowiązań oprocentowanych	0,0	0,0	-2,1	-1,1	0,0	0,0
Wpływy z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	-41,1	-20,0	-28,2	-210,1	-192,4	-168,5
Pozostałe	-0,1	-4,9	-2,6	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływ pieniężny netto</b>	<b>97,2</b>	<b>17,5</b>	<b>52,1</b>	<b>57,7</b>	<b>32,3</b>	<b>61,1</b>
Środki pieniężne na początek okresu	367,1	468,0	484,4	542,2	599,9	632,2
Środki pieniężne na koniec okresu	468,0	484,4	542,2	599,9	632,2	693,2

Źródło: Spółka, Trigon DM

## Trigon Dom Maklerski S.A.

Plac Unii, Budynek B, ul. Puławska 2

02-566 Warszawa

T: +48 22 330 11 11 | F: +48 22 330 11 12

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

### Research:

**Grzegorz Kujawski**, Head of Research

*Konsument, Finanse*

**Maciej Marcinowski**, Deputy Head of Research

*Strategia, Banki, Finanse*

**Kacper Koproń**

*Gaming, TMT*

**Katarzyna Kosiorek**

*Biotechnologia*

**Michał Kozak**

*Paliwa, Chemia, Energetyka*

**Dominik Niszcz**

*TMT*

**Łukasz Rudnik**

*Przemysł, Wydobycie*

**David Sharma**

*Budownictwo, Deweloperzy*

### Sales:

**Paweł Szczepański**, Head of Sales

**Paweł Czupryński**

**Sebastian Kosakowski**

**Michał Sopiński**

**Hubert Kwiecień**

### Disclaimer

#### Informacje ogólne

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

#### Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

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

EBIT - zysk operacyjny  
EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację  
zysk skorygowany - zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym  
CF - cash flow, przepływy pieniężne  
capex - suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe

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

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

## Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – X-Trade Brokers S.A.

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

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

SPRZEDAJ – w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia (data wskazana na wstępie dokumentu) lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.

Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.

Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.

Dokument sporządził: Maciej Marcinowski

## 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 średnią z metody dochodowej i wskaźnikowej.

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 związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.

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

Pomiędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzaniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanymi a Emitentem nie występuje konflikt interesów. Na datę sporządzenia Dokumentu Dom Maklerski nie posiada akcji Emitenta. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie otrzymał od Emitenta dywidendy. Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Domu Maklerskiego S.A. Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Dom Maklerski nie świadczy dla Emitenta i spółek powiązanych z Emitentem usług doradztwa finansowego lub usługi bankowości inwestycyjnej lub innych usług maklerskich.

Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem: i) sporządzania analiz i rekomendacji instrumentów finansowych Emitenta, ii) oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu, iii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego, iv) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. Dom Maklerski pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcję animatora emitenta. Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Dom Maklerski z transakcji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski. Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Ponadto Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług. Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem Emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz Emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji oraz realizację ogólnej polityki zarządzania konfliktami interesów Domu Maklerskiego. W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Pracownicy Domu Maklerskiego biorący udział w sporządzaniu rekomendacji i) nie otrzymują wynagrodzenia bezpośrednio powiązanego z transakcjami dotyczącymi usług Domu Maklerskiego 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 konfliktem interesów znajdują się na stronie [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl).

Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Data podana na pierwszej stronie niniejszego dokumentu jest datą jego sporządzenia i przekazania do wiadomości odbiorców. Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym Dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują Domowi Maklerskiemu. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego.

Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać. Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;

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

- wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w 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: 16 lipca 2021 r..

Data pierwszego rozpowszechnienia: 19 lipca 2021 r. godz.: 17:00