

# R22

## Powrót lepszemu marżowości w hostingu; potencjalna akwizycja w CPaaS kluczowym triggerem

- **Wyniki I kw. 2022 r.** Oczekujemy 20,5 mln PLN skorygowanego poziomu zysku EBITDA, na co złoży się segment Hostingu: 10,7 mln PLN (+12% r./r.), CPaaS 9,6 mln PLN (+24% r./r.), Telco 1,3 mln PLN (-3% r./r.); SaaS -0,2 mln PLN; korekta z tytułu kosztów nieprzypisanych -1 mln PLN. Oczekujemy, że słabość marży EBITDA w IV kw. w hostingu była przejściowa i zakładamy powrót marży do poziomu >40%. W związku z podwyżkami stóp procentowych, oczekujemy wyższych kosztów finansowych - w tym kwartale 2,5 mln PLN. Oczekujemy lekko pozytywnej reakcji rynku na wyniki.
- **Outlook.** Kluczową kwestią dla wyceny i trajektorii kursu akcji będzie naszym zdaniem zapowiadana akwizycja (>100 mln PLN), prawdopodobnie w segmencie CPaaS. Spółka może dokonać także nieco mniejszych przejęć w obszarze technologii SaaS, podtrzymując stopniową ewolucję modelu biznesowego. Rynek w wycenie R22 może zacząć przykładając większą wagę do szybko rosnącego biznesu Profitroom (wyceniane MPW ; oczekiwany wykup >50% udziałów w 2024 r.), który naszym zdaniem ma potencjał by zostać skalowalnym, globalnym biznesem. Warto zaznaczyć zmianę retoryki spółki na ostatniej konferencji mówiącą o globalnych ambicjach, a nie tylko rynku CEE.
- **Zmiany prognoz / Rekomendacja.** Obniżamy prognozy na zysku netto o ok. 5% ze względu na oczekiwany wzrost kosztów finansowych. Podtrzymujemy rekomendację KUPUJ z obniżoną ceną docelową do 54,3 PLN /akcja (podwyższenie WACC w związku z wyższym RFR). Uważamy, że spółka jest bardziej atrakcyjnie wyceniona niż Vercom. Podtrzymujemy zalecenie LONG R22, SHORT Vercom.

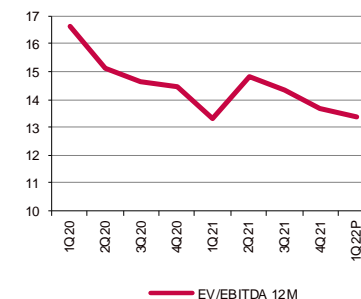
| mIn PLN                              | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22P | y/y | q/q  |
|--------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-----|------|
| Przychody                            | 49,5 | 52,9 | 49,4 | 70,9 | 67,3 | 68,3 | 73,8 | 87,2 | 82,8  | 23% | -5%  |
| EBITDA                               | 13,6 | 14,3 | 15,0 | 18,0 | 18,5 | 18,6 | 19,3 | 20,9 | 20,5  | 11% | -2%  |
| EBIT                                 | 9,4  | 10,1 | 10,7 | 10,6 | 12,7 | 13,7 | 12,3 | 9,8  | 14,5  | 14% | 48%  |
| Zysk netto                           | 3,9  | 5,7  | 6,8  | 4,0  | 6,9  | 8,4  | 7,0  | 3,1  | 7,6   | 10% | 147% |
| P/E12M trailing                      | 43,1 | 36,8 | 30,5 | 30,2 | 26,3 | 23,6 | 23,4 | 24,3 | 23,6  |     |      |
| EV/EBITDA 12M trailing               | 16,6 | 15,1 | 14,6 | 14,5 | 13,3 | 14,8 | 14,3 | 13,7 | 13,4  |     |      |
| zmiana przychodów r./r. marża EBITDA | 33%  | 32%  | 11%  | 48%  | 36%  | 29%  | 49%  | 23%  | 23%   |     |      |
| marża EBITDA                         | 27%  | 27%  | 30%  | 25%  | 27%  | 27%  | 26%  | 24%  | 25%   |     |      |
| marża EBIT                           | 19%  | 19%  | 22%  | 15%  | 19%  | 20%  | 17%  | 11%  | 17%   |     |      |
| marża netto                          | 8%   | 11%  | 14%  | 6%   | 10%  | 12%  | 10%  | 4%   | 9%    |     |      |

Raport 3Q 20'  
17.05.2022

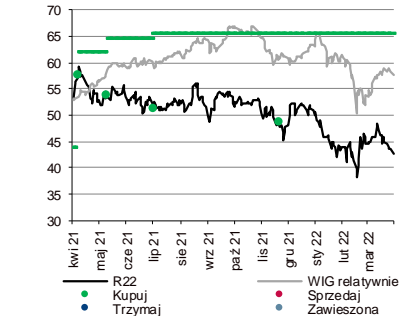
**Kupuj**  
(Poprzednia: Kupuj)  
Cena docelowa: 54,3 PLN  
Cena bieżąca: 43,55 PLN  
Potencjał wzrostu: 25%

| DANE SPÓŁKI             | HISTORIA REKOMENDACJI | Data      | Wycena          |
|-------------------------|-----------------------|-----------|-----------------|
| Ticker                  | R22                   | Kupuj     | 09.12.2021 65,6 |
| Sektor                  | TMT                   | Kupuj     | 20.07.2021 65,6 |
| Kurs (PLN)              | 43,6                  | Kupuj     | 28.05.2021 64,8 |
| 52 tyg. min/max (PLN)   | 38 / 62,5             | Kupuj     | 26.04.2021 62,0 |
| Liczba akcji (mln szt.) | 14,2                  | Kupuj     | 07.12.2020 44,0 |
| Kapitalizacja (mln PLN) | 618                   | Kupuj     | 22.10.2020 40,0 |
| Free-float              | 37,3%                 | Kupuj     | 22.07.2020 35,5 |
| Śr. obroty 3M (mln PLN) | 0,25                  | Kupuj     | 27.04.2020 33,5 |
| Zmiana kursu            | 1M -4,5%              | 3M -15,3% | 1Y -22,9%       |

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES R22 NA TLE WIG



| mIn PLN       | 2019 | 2020 | 2021 | 2022P | 2023P | 2024P |
|---------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Przychody     | 169  | 223  | 297  | 365   | 399   | 421   |
| EBITDA        | 46   | 61   | 77   | 94    | 105   | 111   |
| EBIT          | 32   | 45   | 49   | 73    | 82    | 88    |
| Zysk netto    | 14   | 20   | 25   | 39    | 43    | 46    |
| EPS (PLN)     | 0,98 | 1,45 | 1,80 | 2,77  | 3,07  | 3,27  |
| DPS (PLN)     | 0,47 | 0,40 | 0,57 | 0,63  | 0,97  | 1,07  |
| P/E (x)       | 44,4 | 30,0 | 24,1 | 15,7  | 14,2  | 13,3  |
| EV/EBITDA (x) | 17,2 | 14,3 | 14,1 | 11,7  | 10,4  | 9,7   |
| P/BV (x)      | 7,2  | 9,0  | 3,4  | 2,9   | 2,5   | 2,2   |
| DY (%)        | 1,1% | 0,9% | 1,3% | 1,4%  | 2,2%  | 2,5%  |

| Wycena / waga        | Obecna |      | Poprzednia |      | Zmiana |
|----------------------|--------|------|------------|------|--------|
| Wycena DCF           | 54,3   | 100% | 64,5       | 100% | -16%   |
| Wycena porów naw cza | 52,8   | 0%   | 58,2       | 0%   | -9%    |

| Zmiany prognoz<br>m ln PLN | 2022P |       |        | 2023P |       |        | 2024P |       |        |
|----------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
|                            | Nowa  | Stara | Zmiana | Nowa  | Stara | Zmiana | Nowa  | Stara | Zmiana |
| Przychody                  | 365   | 366   | 0%     | 399   | 399   | 0%     | 421   | 421   | 0%     |
| EBITDA                     | 94    | 96    | -2%    | 105   | 106   | -1%    | 111   | 111   | 0%     |
| EBIT                       | 73    | 77    | -5%    | 82    | 86    | -4%    | 88    | 91    | -3%    |
| Zysk netto                 | 39    | 41    | -6%    | 43    | 46    | -5%    | 46    | 48    | -4%    |
| P/E (x)                    | 15,8  | 14,9  |        | 14,3  | 13,6  |        | 13,4  | 12,8  |        |
| EV/EBITDA (x)              | 7,0   | 6,9   |        | 5,8   | 5,7   |        | 5,0   | 5,0   |        |
| P/BV (x)                   | 2,9   |       |        | 2,6   |       |        | 2,3   |       |        |
| DY (%)                     | 1,4%  |       |        | 2,2%  |       |        | 2,5%  |       |        |

| Wskaźniki rynkowe   | 2019  | 2020  | 2021P | 2022P | 2023P |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| P/E (x)             | 30,0  | 24,1  | 15,7  | 14,2  | 13,3  |
| P/E skor. (x)       | 30,0  | 24,1  | 15,7  | 14,2  | 13,3  |
| P/BV (x)            | 9,0   | 3,4   | 2,9   | 2,5   | 2,2   |
| EV/EBITDA (x)       |       | 14,3  | 14,1  | 11,7  | 10,4  |
| EV/EBITDA skor. (x) |       | 14,3  | 14,1  | 11,7  | 10,4  |
| EV/Sprzedaż (x)     |       | 3,9   | 3,7   | 3,0   | 2,7   |
| FCF Yield (%)       | -2,1% | -1,7% | 4,9%  | 8,0%  | 7,7%  |
| DY (%)              | 0,9%  | 1,3%  | 1,4%  | 2,2%  | 2,5%  |

| Wskaźniki finansowe | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|
| EPS (PLN)           | 1,5  | 1,8  | 2,8   | 3,1   | 3,3   |
| EPS skor. (PLN)     | 1,5  | 1,8  | 2,8   | 3,1   | 3,3   |
| DPS (PLN)           | 0,4  | 0,6  | 0,6   | 1,0   | 1,1   |
| BVPS (PLN)          | 4,8  | 12,9 | 15,1  | 17,2  | 19,4  |

| Wskaźniki operacyjne          | 2019  | 2020  | 2021P | 2022P | 2023P |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| marża brutto na sprzedaży (%) | 20,0% | 16,4% | 19,9% | 20,6% | 20,9% |
| marża EBITDA skor. (%)        | 27,6% | 26,0% | 25,8% | 26,2% | 26,4% |
| marża EBIT (%)                | 20,0% | 16,4% | 19,9% | 20,6% | 20,9% |
| marża netto skor. (%)         | 9,2%  | 8,6%  | 10,7% | 10,9% | 11,0% |

|                               |       |       |       |       |       |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ROE (%)                       | 26,8% | 20,3% | 19,8% | 19,0% | 17,9% |
| ROA (%)                       | 6,2%  | 5,3%  | 6,5%  | 6,7%  | 6,7%  |
| CAPEX/Sprzedaż (%)            | 34,5% | 29,3% | 3,5%  | 3,4%  | 3,3%  |
| CAPEX/Amortyzacja (x)         | 4,6   | 4,1   | 0,6   | 0,6   | 0,6   |
| Dług netto/kapitał własny (x) | 3,9   | 2,6   | 2,3   | 1,9   | 1,7   |
| Dług netto/EBITDA (x)         | 4,3   | 6,2   | 5,1   | 4,5   | 4,2   |

|  |    |    |    |    |    |
|--|----|----|----|----|----|
| Cykl konwersji gotówki (dni)             | 6  | 2  | 6  | 13 | 16 |
| Cykl rotacji zapasów (dni)               | 0  | 0  | 0  | 0  | 0  |
| Cykl rotacji należności handlowych (dni) | 36 | 38 | 42 | 50 | 53 |
| Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni) | 30 | 35 | 36 | 37 | 37 |

| Rachunek wyników (m ln PLN)                  | 2019       | 2020       | 2021       | 2022P      | 2023P      | 2024P      |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Przychody</b>                             | <b>169</b> | <b>223</b> | <b>297</b> | <b>365</b> | <b>399</b> | <b>421</b> |
| Koszty operacyjne                            | 138        | 178        | 248        | 293        | 316        | 333        |
| <b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>              | <b>32</b>  | <b>45</b>  | <b>49</b>  | <b>73</b>  | <b>82</b>  | <b>88</b>  |
| Koszty sprzedaży                             | -          | -          | -          | -          | -          | -          |
| Koszty ogólnego zarządu                      | -          | -          | -          | -          | -          | -          |
| Zysk ze sprzedaży                            | -          | -          | -          | -          | -          | -          |
| Wynik na pozostałej działalności operacyjnej | -          | -          | -          | -          | -          | -          |
| <b>EBITDA</b>                                | <b>46</b>  | <b>61</b>  | <b>77</b>  | <b>94</b>  | <b>105</b> | <b>111</b> |
| <b>EBITDA skor.</b>                          | <b>46</b>  | <b>61</b>  | <b>77</b>  | <b>94</b>  | <b>105</b> | <b>111</b> |
| Amortyzacja                                  | 14         | 17         | 21         | 21         | 22         | 23         |
| <b>EBIT</b>                                  | <b>32</b>  | <b>45</b>  | <b>49</b>  | <b>73</b>  | <b>82</b>  | <b>88</b>  |
| Wynik na działalności finansowej             | -6         | -8         | -7         | -10        | -11        | -11        |
| <b>Zysk brutto</b>                           | <b>26</b>  | <b>36</b>  | <b>41</b>  | <b>63</b>  | <b>71</b>  | <b>77</b>  |
| Podatek dochodowy                            | 5          | 5          | 8          | 10         | 11         | 12         |
| Zysk mniejszości                             | 7          | 11         | 8          | 14         | 17         | 19         |
| <b>Zysk netto</b>                            | <b>14</b>  | <b>20</b>  | <b>25</b>  | <b>39</b>  | <b>43</b>  | <b>46</b>  |
| <b>Zysk netto skor.</b>                      | <b>14</b>  | <b>20</b>  | <b>25</b>  | <b>39</b>  | <b>43</b>  | <b>46</b>  |

| Bilans (m ln PLN)                   | 2019       | 2020       | 2021       | 2022P      | 2023P      | 2024P      |
|-------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Aktywa trwałe</b>                | <b>260</b> | <b>324</b> | <b>412</b> | <b>405</b> | <b>398</b> | <b>389</b> |
| <b>Aktywa obrotowe</b>              | <b>30</b>  | <b>51</b>  | <b>167</b> | <b>214</b> | <b>270</b> | <b>318</b> |
| Zapasy                              | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Należności handlowe                 | 18         | 26         | 35         | 50         | 59         | 64         |
| Gotówka                             | 7          | 21         | 130        | 161        | 208        | 250        |
| <b>Aktywa</b>                       | <b>290</b> | <b>375</b> | <b>579</b> | <b>619</b> | <b>668</b> | <b>707</b> |
| <b>Kapitał własny</b>               | <b>85</b>  | <b>68</b>  | <b>182</b> | <b>212</b> | <b>242</b> | <b>273</b> |
| <b>Kapitały mniejszości</b>         | <b>12</b>  | <b>17</b>  | <b>96</b>  | <b>105</b> | <b>115</b> | <b>127</b> |
| <b>Zobowiązania długoterminowe</b>  | <b>121</b> | <b>205</b> | <b>192</b> | <b>192</b> | <b>194</b> | <b>188</b> |
| Zobowiązania oprocentowane          | 105        | 187        | 171        | 171        | 163        | 155        |
| <b>Zobowiązania krótkoterminowe</b> | <b>72</b>  | <b>86</b>  | <b>109</b> | <b>110</b> | <b>116</b> | <b>120</b> |
| Zobowiązania oprocentowane          | 25         | 28         | 33         | 33         | 33         | 33         |
| Zobowiązania handlowe               | 13         | 23         | 34         | 38         | 42         | 44         |
| <b>Pasywa</b>                       | <b>290</b> | <b>375</b> | <b>579</b> | <b>619</b> | <b>668</b> | <b>707</b> |

| Rachunek przepływów (m ln PLN)                | 2019       | 2020       | 2021       | 2022P      | 2023P      | 2024P      |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>   | <b>40</b>  | <b>58</b>  | <b>69</b>  | <b>67</b>  | <b>100</b> | <b>97</b>  |
| Zysk (strata) netto                           | 21         | 32         | 33         | 53         | 60         | 65         |
| Amortyzacja                                   | 14         | 17         | 21         | 21         | 22         | 23         |
| <b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b> | <b>-40</b> | <b>-77</b> | <b>-85</b> | <b>-13</b> | <b>-13</b> | <b>-14</b> |
| CAPEX   | -42        | -77        | -87        | -13        | -13        | -14        |
| <b>Przepływy z działalności finansowej</b>    | <b>-6</b>  | <b>33</b>  | <b>125</b> | <b>-23</b> | <b>-39</b> | <b>-42</b> |
| Dywidenda                                     | -7         | -6         | -8         | -9         | -14        | -15        |
| <b>Przeplawy i pieniężne netto</b>            | <b>-6</b>  | <b>14</b>  | <b>109</b> | <b>31</b>  | <b>48</b>  | <b>42</b>  |
| Srodki pieniężne na początek okresu           | 13         | 7          | 21         | 130        | 161        | 208        |
| Srodki pieniężne na koniec okresu             | 7          | 21         | 130        | 161        | 208        | 250        |



## Trigon Dom Maklerski S.A.

Plac Unii, Budynek B, ul. Puławska 2  
02-566 Warszawa

T: +48 2211 11 | F: +48 2211 12

<http://www.trigon.pl> | E: [repcja@trigon.pl](mailto:repcja@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 Niszczyński**  
*TMT*

**Łukasz Rudnik**  
*Przemysł, Wydobycie*

**David Sharma**  
*Budownictwo, Deweloperzy, Materiały budowlane*

### Sales:

**Paweł Szczepański**, Head of Sales

**Paweł Czupryński**

**Michał Sopiński**

**Hubert Kwiecień**

## Disclaimer

## Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”) odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. („GPW”), na podstawie Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych („Umowa”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

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

Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki

free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie głosów z akcji, pomniejszony o akcje własne należące do spółki

min/max 52 tyg. – minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni

średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację

zysk skorygowany – zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym

CF – cash flow, przepływy pieniężne

CAPEX – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe

OCF – środki pieniężne wygenerowane poprzez operacyjną działalność przedsiębiorstwa

FCF – gotówka wygenerowana przez przedsiębiorstwo po uwzględnieniu wypływów na wsparcie działalności oraz utrzymane kapitałów

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROIC - zwrot na zainwestowanym kapitale

NWC – kapitał obrotowy netto

Cykl konwersji gotówki – okres od momentu wydatkowania środków pieniężnych za zakup czynników produkcji do momentu uzyskania przychodów pieniężnych ze sprzedaży wyrobów lub usług wyprodukowanych.

Marża Brutto na Sprzedaży (MBnS) - 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

RFR - stopa wolna od ryzyka

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – Artifex Mundi SA

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 metodyk 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 zmianom 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).

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 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 Dokumentcie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumentcie.

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

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

Posługując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumentcie nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; 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 powiązaniymi a Emitentem nie występuje konflikt interesów. Na datę sporządzenia Dokumentu Dom Maklerski posiada akcje Emitenta. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie otrzymał od Emitenta dywidendy. Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Domu Maklerskiego S.A. Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

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

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

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

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji oraz realizację ogólnej polityki zarządzania konfliktami interesów Domu Maklerskiego. W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Pracownicy Domu Maklerskiego biorący udział w sporządzaniu rekomendacji i) nie otrzymują wynagrodzenia bezpośrednio powiązanego z transakcjami dotyczącymi usług Domu Maklerskiego określonymi w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub z innym rodzajem transakcji, które prowadzi Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy kapitałowej co Dom Maklerski, ani z opłatami za takie transakcje, które otrzymuje Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy co Dom Maklerski, ii) nie otrzymują ani nie kupują akcji emitenta przed ofertą publiczną.

Szczegółowe informacje odnośnie polityki zarządzania konfliktem interesów znajdują się na stronie [www.trigon.pl](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 Dokumentcie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują GPW na podstawie Umowy, Dom Maklerski jest uprawniony do redystrybucji niniejszego Dokumentu na rzecz swoich Klientów. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody 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 Dokumentcie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże 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: 21 lipca 2022 r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 25 kwietnia 2022 r. godz.: [12:30]