

Research

Poland | Equity Research

Research Department

research@trigon.pl

www.trigon.pl

XTB

Kupuj

(Poprzednia: Kupuj)

Spółka odskakuje konkurencji

Cena docelowa: 39,3 PLN

Potencjał wzrostu: 19%

Podnosimy naszą wycenę XTB o 10% do 39,3 PLN na akcję i podtrzymujemy rekomendację 'Kupuj', która oferuje 19% potencjału wzrostu w perspektywie 12 miesięcy. Utrwalenie korzystnej struktury przychodów, utrzymująca się wysoka zmienność oraz obiecujące efekty promocji „darmowej akcji” przekonują nas do podniesienia długoterminowych założeń modelowych odnośnie liczby aktywnych klientów. Spółka ewidentnie odskakuje konkurencji w ostatnich kwartałach, a cały czas czekamy na wprowadzenie zapowiadanych nowych produktów, dzięki którym może wykonać kolejny skok do przodu. Powinna więc być notowana na wyższych wskaźnikach od konkurencji, a jest wręcz odwrotnie. Uważamy, że w I kw.'23 spółka ma szansę osiągnąć ok. 170mln PLN zysku netto.

Utrwalenie korzystnej struktury przychodów. Z punktu widzenia długoterminowych prognoz dla spółki najważniejsza jest dla nas zdolność do generowania powtarzalnych zysków przy danej bazie klientowskiej. Ta zależy od wolumenu obrotu oraz jego rentowności. Wolumen uzależniony jest głównie od zmienności, więc nie pozostaje nam nic innego jak konserwatywnie założyć na przyszłość jego spadek wraz z zakładanym powrotem zmienności rynków do długoterminowych średnich. Spółka raz do roku w raporcie rocznym podaje strukturę rentowności w podziale na przychody powtarzalne (spready, swapy, prowizje i opłaty) oraz market making. Dane za 2022 rok potwierdzają zdolność spółki do generowania wysokich powtarzalnych przychodów, które nie zależą od wyniku decyzji inwestycyjnych klientów. Rentowność powtarzalnych przychodów wyniosła 186 PLN/lot, nawet nieco powyżej średniej z 2020-21, co utwierdza nas w przekonaniu, że zakładana przez nas rentowność w długim terminie na poziomie 185 PLN/lot jest osiągalna. Rentowność market makingu w 2022 wyniosła 47 PLN/lot, co jest powyżej średniej, a na przyszłość zakładamy 29 PLN/lot. Zakładana łączna rentowność wynosi zatem 214 PLN/lot. Market making stanowi więc 14% zakładanych przychodów.

Spółka o krok przed konkurencją. XTB nie zwalnia tempa w akwizycji nowych klientów. W 2022 celem spółki było pozyskiwanie co najmniej 40 tysięcy nowych klientów kwartalnie, a faktycznie pozyskiwała średnio 49tys. klientów. Na ten rok ambicją zarządu jest akwizycja co najmniej 40-60 tysięcy nowych klientów kwartalnie, a w samym styczniu było to już 42,3tys. Jest to efekt promocji „Darmowa akcja na dobry początek”, która została przedłużona również na luty. Zakładamy więc, że w tym roku spółka pobije kolejny rekord i pozyska w całym roku ok. 220tys. nowych klientów. Spółka skutecznie odskakuje konkurencji. Dobrym przykładem jest Plus500, który podobnie jak XTB publikuje co kwartał te statystyki. Od ostatnich trzech kwartałów XTB pozyskuje kwartalnie niemal dwa razy więcej nowych klientów niż Plus500. Liczba aktywnych klientów w XTB nieprzerwanie rośnie z kwartału na kwartał, a w Plus500 od trzech kwartałów z rzędu spada. Z takim tempem rozwoju XTB powinno być notowane ze sporą premią do Plus500, a jest wręcz odwrotnie i wskaźniki XTB są 10-15% niższe. Podobnie CMC Markets pod koniec marca opublikowało 'profit warning' za 1Q'23, wskazując na trudne otoczenie w lutym i w marcu. Uważamy, że spółka traciła udziały rynkowe i w XTB nie wystąpił ten efekt.

Prognoza wyników na I kw.'23. Zakładamy pozyskanie 80tys. nowych klientów oraz wzrost liczby aktywnych klientów o 17% kw/kw, do 188tys. Część nowych klientów pozyskana wyłącznie dzięki promocji „darmowej akcji” może być mniej obrotowa, dlatego szacujemy wolumen obrotu w lotach na poziomie 1687tys., 2% niższe kw/kw. Zakładamy rentowność na lota na poziomie długoterminowej średniej 214 PLN, a upside'u na market makingu upatrujemy w handlu CFD na gaz, który w był w silnym trendzie spadkowym w 1Q'23. Promocja „darmowej akcji” obniży średni koszt pozyskania nowego klienta, który szacujemy na 891 PLN – spadek o 3% r/r. Zakładamy kolejny kwartał z wysoką kontrybucją przychodów finansowych, dzięki czemu zysk netto może sięgnąć 170mln PLN.

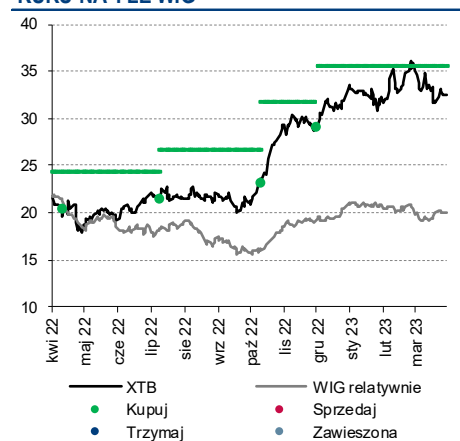
mIn PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	798	626	1 444	1 264	1 294	1 347
EBITDA	523	286	898	590	598	659
EBIT	516	277	886	576	583	644
Zysk netto	402	238	766	540	531	569
EPS (PLN)	3,4	2,0	6,5	4,6	4,5	4,8
DPS (PLN)	0,24	1,79	1,50	4,89	3,45	3,39
P/E (x)	9,6	16,3	5,1	7,2	7,3	6,8
EV/EBITDA (x)	5,6	10,4	2,6	4,0	3,7	3,1
P/BV (x)	4,4	4,2	2,6	2,6	2,4	2,2
DY (%)	0,7%	5,4%	4,5%	14,8%	10,5%	10,3%

Źródło: dane spółki, Trigon DM

DANE SPÓŁKI

Ticker	XTB		
Sektor	Finanse inne		
Kurs (PLN)	33,00		
52 tyg. min/max (PLN)	17,85 / 36,9		
Liczba akcji (mIn szt.)	117		
Kapitalizacja (mIn PLN)	3 869		
Free-float	33%		
Śr. obroty 3M (mIn PLN)	7,9		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-7,9%	-0,2%	57,0%

KURS NA TLE WIG



HISTORIA REKOMENDACJI

	Data	Wycena
Kupuj	12.12.2022	35,6
Kupuj	21.10.2022	31,8
Kupuj	20.07.2022	26,8
Kupuj	22.04.2022	24,4
Kupuj	18.03.2022	24,4
Kupuj	08.12.2021	21,0
Kupuj	20.10.2021	20,5

AKCJONARIAT

	Udział %
XXZW Investment Group	67,0%

WAŻNE DATY

Raport za I kw.'23	08.05.2023
Raport za II kw.'23	18.08.2023
Raport za III kw.'23	08.11.2023

ANALITYK

Maciej Marciniowski

maciej.marcinowski@trigon.pl

XTB

Bloomberg ticker

XTB PW

Rekomendacja
Cena docelowa (PLN)

Kupuj
39,3

Kurs (PLN)
Potencjał wzrostu

33,0
19%

Poprzednia rekomendacja
Poprzednia cena docelowa (PLN)

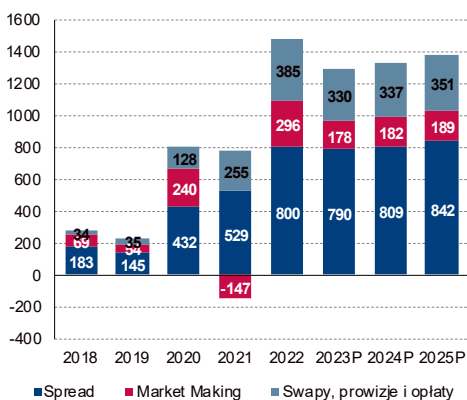
Kupuj
35,6

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

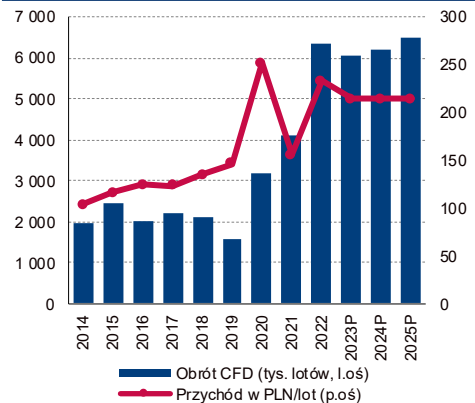
117,4
3 890
2 336

Maciej Marcinowski
maciej.marcinowski@trigon.pl

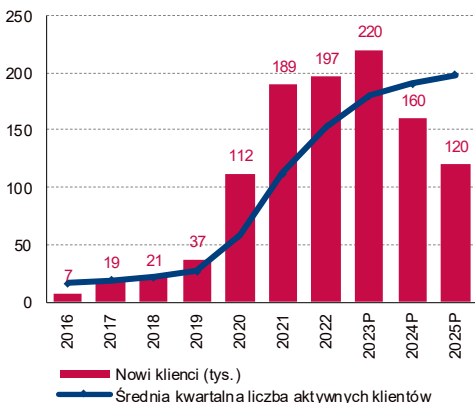
Struktura przychodów w podziale na źródła [PLNm]



Wolumen obrotu CFD i rentowość na lota



Statystyki klientów spółki



Wskaźniki rynkowe

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	16,3	5,1	7,2	7,3	6,8
P/E skor. (x)	16,3	5,1	7,2	7,3	6,8
P/BV (x)	4,2	2,6	2,6	2,4	2,2
EV/EBITDA (x)	10,4	2,6	4,0	3,7	3,1
FCF Yield (%)	4,9%	29,3%	13,9%	13,7%	14,7%
DY (%)	5,4%	4,5%	14,8%	10,5%	10,3%

Wskaźniki finansowe

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	2,0	6,5	4,6	4,5	4,8
EPS skor. (PLN)	2,0	6,5	4,6	4,5	4,8
DPS (PLN)	1,8	1,5	4,9	3,4	3,4
Współczynnik wypłaty dywidendy (%)		74%	75%	75%	75%
BVPS (PLN)	7,8	12,8	12,5	13,6	15,1
Liczba akcji (mln)	117,4	117,4	117,4	117,4	117,4
Kapitalizacja (mln PLN)	3 874	3 874	3 874	3 874	3 874
EV (mln PLN)	2 960	2 319	2 354	2 228	2 057

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	626	1 444	1 264	1 294	1 347
Koszty operacyjne	-349	-559	-688	-712	-703
EBITDA	286	898	590	598	659
Amortyzacja	-9	-12	-14	-15	-15
EBIT	277	886	576	583	644
Zysk brutto	290	935	666	655	703
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0
Zysk netto	238	766	540	531	569
Zysk netto skor.	238	766	540	531	569

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przeprawy z działalności operacyjnej	199,0	1 149,1	553,9	545,6	584,4
Przeprawy z działalności inwestycyjnej	54,9	-328,7	-14,0	-14,9	-15,3
CAPEX	-8,0	-13,7	-14,0	-14,9	-15,3
Przeprawy z działalności finansowej	-216,2	-181,9	-574,6	-404,9	-398,0
Dywidenda/buy back	-210,1	-176,1	-574,6	-404,9	-398,0
FCF	191,0	1 135,4	539,8	530,7	569,1
Przeprawy pieniężne netto	37,7	638,5	-34,7	125,8	171,1

Bilans (mln PLN)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa	3 147,7	4 114,3	4 424,1	4 759,3	5 025,9
Rzeczowe aktywa trwałe	16,2	45,3	45,3	45,3	45,3
Wartości niematerialne i prawne	0,6	1,4	1,4	1,4	1,4
Należności handlowe	2 137,0	2 408,7	2 753,2	2 962,5	3 058,1
Instrumenty dłużne	331,9	362,1	362,1	362,1	362,1
Gotówka	589,4	1 222,5	1 187,8	1 313,6	1 484,6
Pasywa	3 147,7	4 114,3	4 424,1	4 759,3	5 025,9
Kapitał własny	915,6	1 506,1	1 471,3	1 597,1	1 768,2
Kapitały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	2 138,2	2 433,3	2 777,8	2 987,2	3 082,8
Zobowiązania oprocentowane	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług netto	-913,9	-1 554,1	-1 519,4	-1 645,2	-1 816,2
Kapitał obrotowy netto	-1,2	-24,6	-24,6	-24,6	-24,6

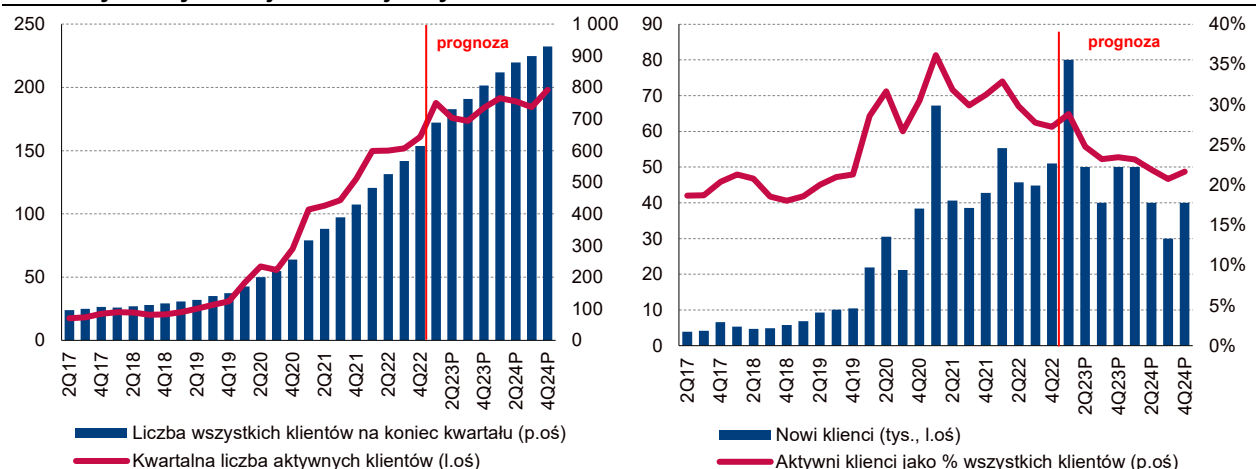
Wskaźniki operacyjne

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
wzrost sprzedaży (%)	-17%	233%	-22%	131%	-12%
wzrost kosztów (%)	1%	62%	24%	60%	23%
wzrost EPS (%)	-43%	597%	-41%	222%	-30%
marża EBITDA (%)	45,7%	62,2%	46,6%	46,2%	48,9%
marża EBIT (%)	44,2%	61,3%	45,5%	45,0%	47,8%
marża netto (%)	38,0%	53,0%	42,7%	41,0%	42,2%
ROE (%)	12,2%	58,3%	26,4%	63,3%	36,3%
ROA (%)	5,5%	23,5%	8,8%	21,1%	12,6%
Koszty/Przychody (%)	56%	39%	54%	55%	52%
Kapitał własny/aktywa (%)	29%	37%	33%	34%	35%
Dług netto/kapitał własny (x)	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Dług netto/EBITDA (x)	-3,2	-1,7	-2,6	-2,8	-2,8
Fundusze własne	409	529	660	719	910
Łączna ekspozycja na ryzyko	2563	2836	4120	4120	4709
Bufory kapitałowe	69	75	0	0	0
Łączny współczynnik kapitałowy (%)	13%	16%	16%	17%	19%

Źródło: Spółka, Trigon DM

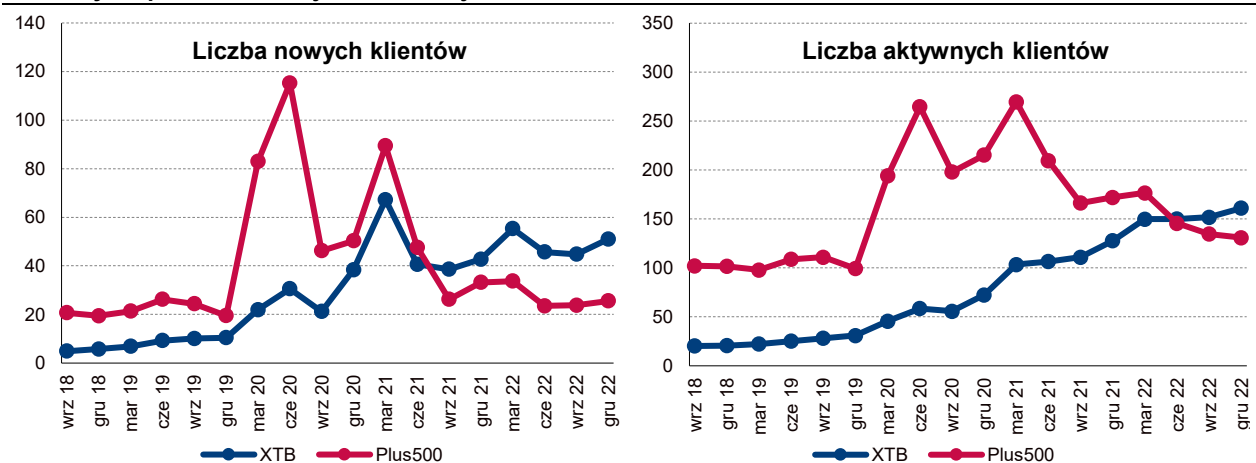
Założenia operacyjne

Kluczowy dla wyników jest rozwój bazy klientów...



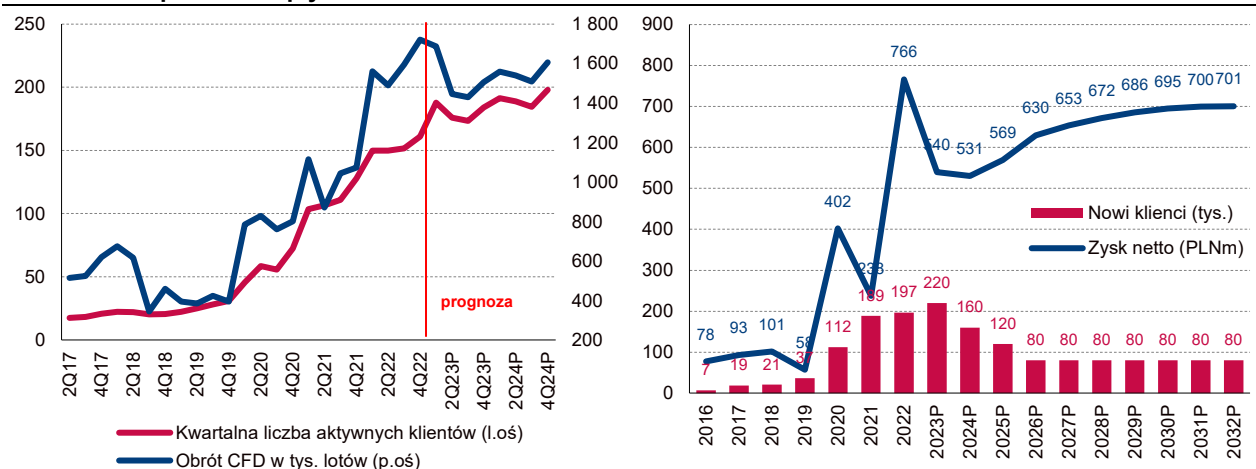
Źródło: XTB, Trigon DM

...w którym spółka odskakuje konkurencji...



Źródło: XTB, Plus500, Trigon DM

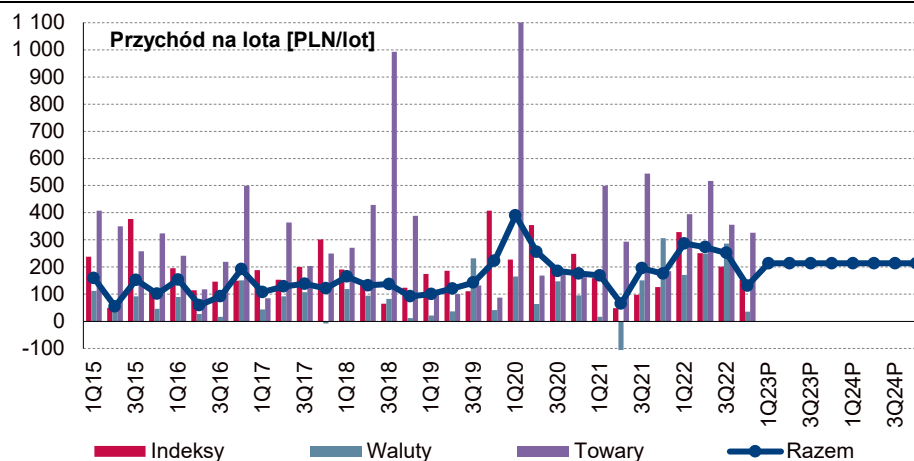
...a ma on bezpośredni wpływ na wolumen obrotu



Źródło: XTB, Trigon DM

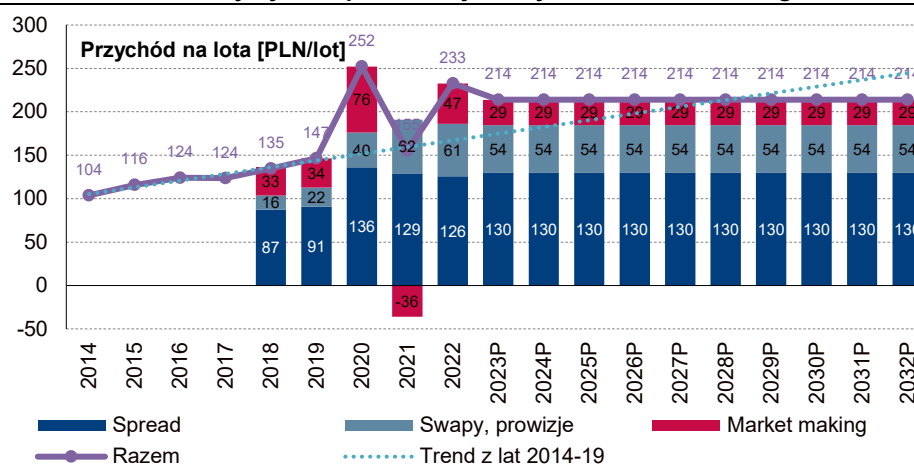
Chcąc zachować konserwatywne podejście i ustabilizować wyniki pod koniec okresu prognozy, obniżamy skalę akwizycji nowych klientów w długim terminie do 80 tysięcy rocznie. Takie podejście pozostawia sporo upsidu, biorąc pod uwagę osiągnięcia spółki w ostatnich latach.

Oprócz wolumenów liczy się również rentowność obrotu...



Źródło: XTB, Trigon DM

...która w coraz mniejszym stopniu zależy od wyniku z market makingu



Źródło: XTB, Trigon DM

Zmiana prognoz

XTB: Zmiana prognoz rocznych wyników

Zmiany prognoz mln PLN	2023P			2024P			2025P		
	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	1 264,1	1 019	24%	1 294	1 103	17%	1 347	1 152	17%
EBITDA	589,7	478	23%	598	550	9%	659	596	11%
EBIT	575,6	466	24%	583	538	8%	644	583	11%
Zysk netto	540	435	24%	531	463	15%	569	487	17%

Źródło: Trigon DM

Spodzielając się silnych wyników w I kw.'23 podnosimy istotnie prognozy na ten rok oraz założenia odnośnie liczby aktywnych klientów na kolejne lata. Zysk netto dodatkowo zyskuje, dzięki wyższym przychodom finansowym. Uwzględniamy w prognozach również zapowiadany przez zarząd wzrost kosztów operacyjnych w tym roku o ok. 25% r/r.

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 6,5%,
- Premia za ryzyko 5,5% (spółka wchodzi w skład indeksu mWIG40),
- Beta nielewarowana na poziomie 1,2x,
- Podstawowe KPI:

	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Nowi klienci [tys.]	37	112	189	197	220	160	120	80	80	80	80	80	80	80
Klienci na koniec okresu [tys.]	149	256	429	615	806	930	1 009	1 043	1 072	1 098	1 119	1 137	1 151	1 161
Srednia kwartalna liczba aktywnych klientów [tys.]	27	58	112	153	180	191	199	205	211	217	221	225	229	231
Wolumen obrotu CFD [tys. lotów]	1 597	3 175	4 105	6 366	6 067	6 212	6 467	6 676	6 881	7 060	7 213	7 341	7 444	7 523
Rentowość obrotu CFD [PLN/lot]	147	252	155	233	214	214	214	214	214	214	214	214	214	214

XTB: Wycena DDM

mln PLN	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	>2032P
EPS	4,6	4,5	4,8	5,4	5,6	5,7	5,8	5,9	6,0	6,0	
DPS	4,9	3,4	3,4	3,6	4,0	4,2	4,3	4,4	4,4	4,5	6,0
Stopa wypłaty dywidendy	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	100%
ROE	36,3%	34,6%	33,8%	33,7%	31,7%	29,9%	28,3%	26,7%	25,1%	23,6%	23,6%
Koszt kapitału	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%
Współczynnik Tier 1	19,3%	20,6%	23,3%	26,2%	28,7%	31,1%	33,6%	36,0%	38,5%	41,0%	
Kapitał nadwyżkowy ponad T1 14% (mln PLN)	251	336	484	660	820	980	1 145	1 311	1 478	1 645	

Stopa wzrostu DPS (g)	0,0%
PV strumienia dywidend 2023-2032P	22,0
Wartość rezydualna dywidend	45,6
PV wartości rezydualnej dywidend	11,8
PV kapitału nadwyżkowego w 2032P na akcję	4,1
Wartość wewnętrzna (1.01.2023)	37,8
Miesiąc	4
Wartość wewnętrzna (obecnie)	39,5
12M cena docelowa	44,7

Analiza wrażliwości wyceny

Stopa wzrostu (g)	Stopa wolna od ryzyka				
	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%
-1,0%	46,9	45,2	43,6	42,1	40,7
-0,5%	47,6	45,8	44,1	42,5	41,1
0,0%	48,3	46,4	44,7	43,1	41,6
0,5%	49,1	47,1	45,3	43,6	42,1
1,0%	50,0	47,9	46,0	44,2	42,6

Źródło: Trigon DM

W wycenie zakładamy stopę wypłaty dywidendy na poziomie 75% w okresie szczegółowej prognozy 2023-32. 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 dyskontowany 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 2023-25P.
- 2) Wycena na podstawie mediany wskaźnika EV/EBITDA dla lat 2023-25P.

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

Wskaźniki spółek z grupy porównawczej

Spółka	Kapitalizacja (m ln EUR)	P/E			EV/EBITDA			DY		
		2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
CMC Markets PLC	548	9,2	7,1	-	3,9	2,9	-	7,2%	5,5%	7,1%
Plus500 Ltd	1 766	8,8	7,9	8,2	3,9	3,7	3,9	4,9%	2,9%	3,2%
IG Group Holdings PLC	3 300	7,1	6,7	6,6	3,4	3,2	3,1	6,3%	6,8%	6,9%
Mediana		8,8	7,1	7,4	3,9	3,2	3,5	6,3%	5,5%	6,9%
XTB	829	7,2	7,3	6,8	3,9	3,9	3,5	14,9%	10,5%	10,3%
Premia/dyskonto		-19%	3%	-8%	1%	20%	0%	136%	92%	48%

Źródło: Bloomberg, Trigon DM

Wskaźniki dla XTB są przyjęte zgodnie z naszymi projekcjami. Wartości wskaźników wszystkich spółek z grupy porównawczej przedstawiają konsensus Bloomberg.

XTB: Podsumowanie wyceny porównawczej

	2023P	2024P	2025P	Średnia
P/E	40,5	31,9	35,9	36,1
EV/EBITDA	32,8	29,7	32,9	31,8
Średnia	36,6	30,8	34,4	33,9

Źródło: Bloomberg, Trigon DM

Podsumowanie wycen

XTB: Podsumowanie wyceny

Metoda	Wycena (PLN)	Waga
DDM	44,7	50%
Porównawcza	33,9	50%
12M cena docelowa	39,3	
Potencjał w wzrostu	19%	

Źródło: Trigon DM

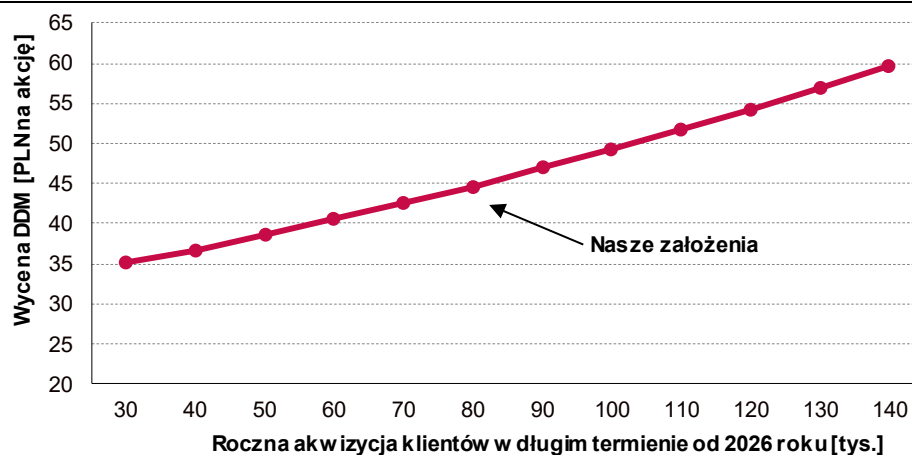
Porównanie wskaźników XTB przy obecnym kursie i na naszej cenie docelowej

	P/E			EV/EBITDA			DY		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Wskaźniki bazujące na cenie bieżącej									
	7,2	7,3	6,8	4,0	3,7	3,1	14,8%	10,5%	10,3%
Wskaźniki bazujące na cenie docelowej									
	8,5	8,7	8,1	5,2	5,0	4,2	12,5%	8,8%	8,6%

Źródło: Trigon DM

Analiza wrażliwości

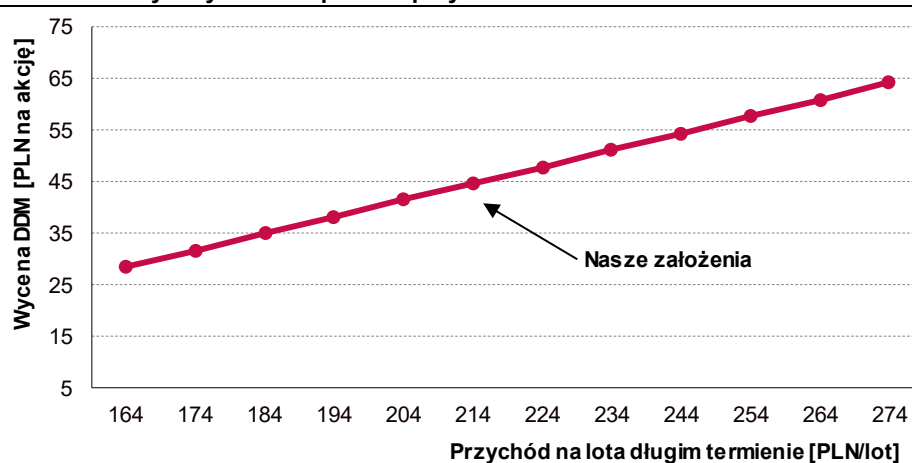
Wrażliwość wyceny DDM na poziom akwizycji klientów



Źródło: Trigon DM

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 2026 roku), a założenia na lata 2023-25 są niezmiennie. W związku z tym wartość bieżąca dywidend z zysków za lata 2022-25 oraz baza klientów wypracowana przez te lata stabilizuje powyższą wrażliwość wyceny w jej dolnych przedziałach.

Wrażliwość wyceny DDM na poziom przychodu na lota



Źródło: Trigon DM

Powyżej przedstawiamy wrażliwość naszej wyceny DDM na zakładany średni poziom rentowności na lota, przy innych warunkach nie zmienionych. Każda zmiana o 10 PLN/lot zmienia wycenę o ok. 3,2 PLN na akcję.

Rachunek wyników (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	797,8	625,6	1 444,2	1 264,1	1 294,4	1 347,2
Koszty operacyjne	-282,0	-348,8	-558,6	-688,5	-711,7	-703,1
Wy nagrodzenia i świadczenia pracownicze	-119,1	-131,3	-192,0	-247,4	-282,0	-296,1
Marketing	-87,7	-120,1	-222,4	-268,2	-238,4	-207,8
Koszty prowizji	-22,5	-36,2	-54,4	-58,6	-66,9	-69,6
Pozostałe usługi obce	-29,4	-38,4	-50,0	-67,7	-75,0	-78,7
Amortyzacja	-7,8	-8,9	-12,0	-14,0	-14,9	-15,3
Pozostałe	-15,4	-13,9	-27,8	-32,5	-34,5	-35,5
EBITDA	523,5	285,7	897,7	589,7	597,6	659,4
EBIT	515,7	276,8	885,7	575,6	582,7	644,1
Wynik na działalności finansowej	-17,0	13,6	49,6	90,8	72,4	58,5
Zysk brutto	498,7	290,5	935,3	666,5	655,1	702,5
Podatek dochodowy	-96,6	-52,6	-169,2	-126,6	-124,5	-133,5
Zysk mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	402,1	237,8	766,1	539,8	530,7	569,1
Zysk netto skor.	402,1	237,8	766,1	539,8	530,7	569,1
marża EBITDA	65,6%	45,7%	62,2%	46,6%	46,2%	48,9%
marża EBIT	64,7%	44,2%	61,3%	45,5%	45,0%	47,8%
marża netto	50,4%	38,0%	53,0%	42,7%	41,0%	42,2%
zmiana przychodów r./r.	233%	-22%	131%	-12%	2%	4%
zmiana kosztów r./r.	62%	24%	60%	23%	3%	-1%
zmiana EBITDA r./r.	625%	-45%	214%	-34%	1%	10%
zmiana EBIT r./r.	688%	-46%	220%	-35%	1%	11%
zmiana zysku netto r./r.	597%	-41%	222%	-30%	-2%	7%
	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P
Przychody	183,6	439,8	396,4	391,3	216,7	351,2
Koszty operacyjne	-100,7	-131,0	-136,8	-132,5	-158,2	-169,5
Wy nagrodzenia i świadczenia pracownicze	-35,4	-46,5	-46,5	-49,0	-50,0	-59,0
Marketing	-37,2	-50,7	-54,7	-48,6	-68,5	-71,3
Podatki i opłaty	-9,8	-13,3	-14,3	-13,0	-13,8	-13,3
Pozostałe usługi obce	-11,3	-11,4	-11,0	-12,7	-14,9	-15,0
Amortyzacja	-2,3	-2,9	-2,8	-3,1	-3,3	-3,3
Pozostałe	-4,7	-6,4	-7,5	-6,1	-7,8	-7,7
EBITDA	85,2	311,6	262,4	261,8	61,8	185,0
EBITDA skor.	85,2	311,6	262,4	261,8	61,8	185,0
EBIT	82,9	308,8	259,7	258,7	58,5	181,7
Wynik na działalności finansowej	1,4	-0,1	17,3	31,8	0,6	24,1
Zysk brutto	84,2	308,6	277,0	290,5	59,1	205,8
Podatek dochodowy	-15,7	-56,0	-50,1	-54,3	-8,8	-39,1
Zysk mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	68,5	252,6	226,9	236,2	50,3	166,7
Zysk netto skor.	68,5	252,6	226,9	236,2	50,3	166,7
marża EBITDA	46,4%	70,9%	66,2%	66,9%	28,5%	52,7%
marża EBIT	45,1%	70,2%	65,5%	66,1%	27,0%	51,7%
marża netto	37,3%	57,4%	57,2%	60,4%	23,2%	47,5%
zmiana przychodów r./r.	31,2%	135,6%	616,8%	95,6%	18,1%	-20,1%
zmiana kosztów r./r.	20,4%	50,8%	79,0%	56,4%	57,1%	29,4%
zmiana EBITDA r./r.	45,7%	206,3%	-	122,7%	-27,5%	-40,6%
zmiana EBIT r./r.	47,0%	209,4%	-	124,5%	-29,4%	-41,1%
zmiana zysku netto r./r.	70,3%	183,7%	-	126,5%	-26,6%	-34,0%

Źródło: Spółka, Trigon DM

Bilans (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	13,9	16,8	46,7	46,7	46,7	46,7
Rzeczowe aktywa trwałe	13,3	16,2	45,3	45,3	45,3	45,3
Wartości niematerialne i prawne	0,6	0,6	1,4	1,4	1,4	1,4
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa obrotowe	2 269,6	3 131,0	4 067,6	4 377,4	4 712,5	4 979,2
Instrumenty dłużne	398,6	331,9	362,1	362,1	362,1	362,1
Należności handlowe	1 288,9	2 137,0	2 408,7	2 753,2	2 962,5	3 058,1
Pozostałe	39,9	72,6	74,4	74,4	74,4	74,4
Gotówka	542,2	589,4	1 222,5	1 187,8	1 313,6	1 484,6
Aktywa	2 283,5	3 147,7	4 114,3	4 424,1	4 759,3	5 025,9
Kapitał własny	888,3	915,6	1 506,1	1 471,3	1 597,1	1 768,2
Kapitał zakładowy	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
Pozostałe	480,3	671,9	734,1	925,6	1 060,6	1 193,3
Zysk (strata) netto	402,1	237,8	766,1	539,8	530,7	569,1
Kapitały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	8,7	7,4	30,5	30,5	30,5	30,5
Zobowiązania oprocentowane	8,7	7,4	30,5	30,5	30,5	30,5
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	1 386,6	2 224,7	2 577,8	2 922,4	3 131,7	3 227,3
Zobowiązania oprocentowane	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	1 299,9	2 138,2	2 433,3	2 777,8	2 987,2	3 082,8
Pozostałe	86,7	86,5	144,5	144,5	144,5	144,5
Pasywa	2 283,5	3 147,7	4 114,3	4 424,1	4 759,3	5 025,9
Kapitał obrotowy netto	-11,0	-1,2	-24,6	-24,6	-24,6	-24,6
Dług netto	-932,2	-913,9	-1 554,1	-1 519,4	-1 645,2	-1 816,2
Dług netto skor.	-932,2	-913,9	-1 554,1	-1 519,4	-1 645,2	-1 816,2
Dług netto/EBITDA (x)	-1,8	-3,2	-1,7	-2,6	-2,8	-2,8
Dług netto/kapitał własny (x)	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
ROE (%)	58%	26%	63%	36%	35%	34%
ROA (%)	23%	9%	21%	13%	12%	12%
Fundusze własne	529	660	719	910	1045	1216
Łączna ekspozycja na ryzyko	2836	4120	4120	4709	5067	5230
Bufoy kapitałowe	75	0	0	0	0	0
Łączny współczynnik kapitałowy (%)	16%	16%	17%	19%	21%	23%

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	469,1	199,0	1 149,1	553,9	545,6	584,4
Zysk (strata) netto	402,1	237,8	766,1	539,8	530,7	569,1
Amortyzacja	7,8	8,9	12,0	14,0	14,9	15,3
Zmiany w kapitale obrotowym	66,7	54,0	165,6	52,2	31,7	14,5
Zmiana należności handlowych	-562,8	-753,3	-151,6	-277,3	-168,5	-76,9
Zmiana zobowiązań handlowych	629,5	807,2	317,2	329,5	200,2	91,4
Pozostałe	-7,4	-101,7	205,4	-52,2	-31,7	-14,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-384,2	54,9	-328,7	-14,0	-14,9	-15,3
CAPEX	-4,7	-8,0	-13,7	-14,0	-14,9	-15,3
Pozostałe	-379,5	62,9	-315,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy z działalności finansowej	-32,8	-216,2	-181,9	-574,6	-404,9	-398,0
Zmiana zobowiązań oprocentowanych	-2,1	-1,2	23,0	0,0	0,0	0,0
Wpływy z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	-28,2	-210,1	-176,1	-574,6	-404,9	-398,0
Pozostałe	-2,6	-4,8	-28,9	0,0	0,0	0,0
Przepływy pieniężne netto	52,1	37,7	638,5	-34,7	125,8	171,1
Środki pieniężne na początek okresu	484,4	542,2	589,4	1 222,5	1 187,8	1 313,6
Środki pieniężne na koniec okresu	542,2	589,4	1 222,5	1 187,8	1 313,6	1 484,6

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

W: <http://www.trigon.pl> | E: repcja@trigon.pl



NAGRÓDY
PSIK
2017



EQUITY RESEARCH TEAM

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

Piotr Rychlicki
Junior Analyst

Piotr Chodyra
Junior Analyst

SALES & TRADING TEAM

Paweł Szczepański, Head of Sales

Michał Sopiński, Deputy Head of Sales

Paweł Czupryński

Maciej Senderek

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 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 partycularnych 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 utrzymanie 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
WACC - średni ważony koszt kapitału

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – XTB S.A.
KUPUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 10%
TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 10%
SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.
Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia (data wskazana na wstępie dokumentu) lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.
Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.
Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.
Dokument 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 model zdyskontowanych dywidend.
Wycena, metodyka wyceny lub przyjęte założenia nie ulegały zmianie od daty sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia Dokumentu.
Dokument nie został przedstawiony emitentowi a następnie zmieniony. Dokument nie ulegał zmianom od dnia jego sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia.
Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, jak również informacje odnośnie wcześniejszych rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, opublikowanych w okresie ostatnich 12 miesięcy przed datą niniejszej rekomendacji, zamieszczono na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.trigon.pl.

Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony obiektywnie, z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumencie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumencie.
Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też 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 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 otrzymał od Emitenta dywidendę. 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 jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy kapitałowej co Dom Maklerski, ani z opłatami za takie transakcje, które otrzymuje Dom Maklerski lub jakakolwiek 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.

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

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

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

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

- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;
- potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: www.doakcji.trigon.pl, www.trigon.pl, zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;
- wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usług 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 rozmiastania przez adresata z Dokumentem.

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

Data sporządzenia: 5 kwietnia 2023 r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 12 kwietnia 2023 r. godz. 8:30