

Research

Poland | Equity Research

Research Department

research@trigon.plwww.trigon.pl

XTB

Rekordowe wyniki kwartalne

Po bardzo dobrych wynikach za I kw.'23 podnosimy naszą wycenę XTB o 12% do 44,0 PLN na akcję i po kilkudniowej przerwie wracamy do rekomendacji 'Kupuj', która oferuje 25% potencjału wzrostu. Spółka pozytywnie zaskoczyła nas zarówno w skali akwizycji nowych klientów, jak i w liczbie aktywnych klientów. Dodatkowo, w pierwszych 25 dniach kwietnia pozyskała 17,6 tys. nowych klientów, więc jest na dobrej drodze do osiągnięcia w 2Q'23 górnego przedziału z celu zarządu pozyskiwania w tym roku 40-60tys. nowych klientów kwartalnie. Skłania nas to do podniesienia długoterminowych założeń modelowych odnośnie liczby aktywnych klientów. Spółka kontynuuje proces odskakiwania konkurencji w ostatnich kwartałach. Powinna więc być notowana na wyższych wskaźnikach od konkurencji, a jest wręcz odwrotnie. Na tegorocznych prognozach notowana jest z dyskontem, a dopiero na kolejne lata na poziomie zbliżonym do średniej dla konkurencji.

Wyniki za I kw.'23. XTB pozyskało w pierwszym kwartale 104tys. nowych klientów, a liczba aktywnych klientów wyniosła 216tys. Spółka pozytywnie zaskoczyła nas na obu tych parametrach. Tak jak zakładaliśmy, część klientów pozyskana wyłącznie dzięki promocji „darmowej akcji” była mniej obrotowa i wolumen obrotu w lotach wzrósł „tylko” o 7% kw/kw vs. 34% wzrostu kw/kw w liczbie aktywnych klientów. To i tak więcej niż zakładany przez nas spadek o 2% kw/kw, ale sugeruje, że przebicie oczekiwań na poziomie przychodów wynikało w większej mierze z wysokiego market makingu, niż z powtarzalnych przychodów. Według naszych szacunków market making dodał 203mln PLN do przychodów vs. 49mln PLN zakładane przez nas. Spółka potwierdziła nasze przypuszczenia, że istotnie przyczynił się do tego obrót na CFD opartych o cenę gazu, ale skala przerosła nasze wyobrażenie. Rentowność na lota wyniosła 294 PLN i była druga najwyższa w historii, tuż za 1Q'20, kiedy wybuchła pandemia. Dodatkowo, promocja „darmowej akcji” obniżyła średni koszt pozyskania klienta jeszcze bardziej niż zakładaliśmy, więc koszty marketingu były relatywnie niskie.

mIn PLN	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	Y/Y	Q/Q	1Q23P	Kons.
Przychody	439,8	396,4	391,3	216,7	531,6	21%	145%	351,2	386,3
powtarzalne*	283,0	267,2	286,8	311,0	329,2	16%	6%	301,8	
market making*	156,8	129,3	104,5	-94,2	202,5	29%	-	49,4	
EBITDA	311,6	262,4	261,8	61,8	351,1	13%	468%	185,0	214,9
EBIT	308,8	259,7	258,7	58,5	347,4	13%	494%	181,7	213,1
Zysk netto	252,6	226,9	236,2	50,3	302,8	20%	502%	166,7	186,8
P/E12M trailing	10,4	6,4	5,3	5,4	5,1				
EV/EBITDA 12M trailing	5,9	3,7	2,8	2,9	2,5				

Źródło: dane spółki, Trigon DM, PAP, *szacunki Trigon

Zmiana prognoz. Wyższa baza klientowska w 1Q'23 i dobry start w 2Q'23 skłaniają nas do podniesienia naszych założeń wynikowych na kolejne lata o ok. 8%, a w 2023 może się okazać, że spółka powtórzy rekordowy zysk netto z poprzedniego roku.

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	1 507,3	1 264	19%	1 363	1 294	5%	1 425	1 347	6%
EBITDA	804,3	590	36%	639	598	7%	710	659	8%
EBIT	789,4	576	37%	623	583	7%	694	644	8%
Zysk netto	723	540	34%	572	531	8%	615	569	8%

mIn PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	798	626	1 444	1 507	1 363	1 425
EBITDA	523	286	898	804	639	710
EBIT	516	277	886	789	623	694
Zysk netto	402	238	766	723	572	615
EPS (PLN)	3,4	2,0	6,5	6,2	4,9	5,2
DPS (PLN)	0,24	1,79	1,50	4,89	4,62	3,65
P/E (x)	10,3	17,4	5,4	5,7	7,2	6,7
EV/EBITDA (x)	6,1	11,3	2,9	3,0	3,8	3,1
P/BV (x)	4,7	4,5	2,7	2,5	2,5	2,2
DY (%)	0,7%	5,1%	4,3%	13,9%	13,1%	10,4%

Źródło: dane spółki, Trigon DM

Kupuj

(Poprzednia: Trzymaj)

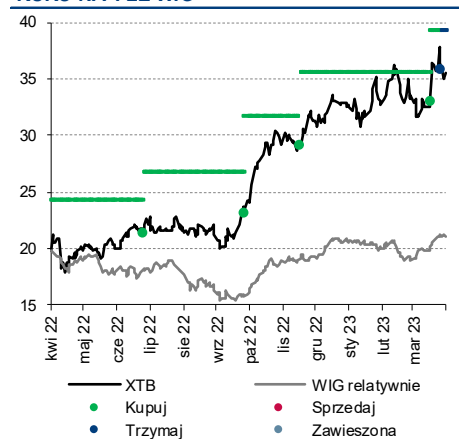
Cena docelowa: 44,0 PLN

Potencjał wzrostu: 25%

DANE SPÓŁKI

Ticker	XTB		
Sektor	Finanse inne		
Kurs (PLN)	35,26		
52 tyg. min/max (PLN)	17,85 / 37,8		
Liczba akcji (mln szt.)	117		
Kapitalizacja (mIn PLN)	4 169		
Free-float	33%		
Śr. obroty 3M (mIn PLN)	8,7		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	5,7%	9,5%	78,7%

KURS NA TLE WIG



HISTORIA REKOMENDACJI

	Data	Wycena
Trzymaj	21.04.2023	39,3
Kupuj	11.04.2023	39,3
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

AKCJONARIAT

	Udział %
XXZW Investment Group	67,0%

WAŻNE DATY

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
44,0

Kurs (PLN)
Potencjał wzrostu

35,3
25%

Poprzednia rekomendacja
Poprzednia cena docelowa (PLN)

Trzy maj
39,3

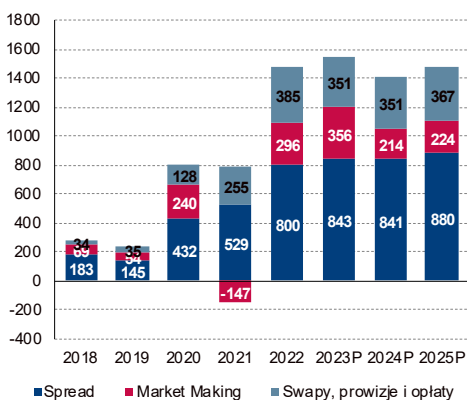
Liczba akcji (mln)
Kapitalizacja (mln PLN)
EV (mln PLN)

117,4
4 169
2 615

Maciej Marcinowski
maciej.marcinowski@trigon.pl

Wskaźniki rynkowe		2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)		17,4	5,4	5,7	7,2	6,7
P/E skor. (x)		17,4	5,4	5,7	7,2	6,7
P/BV (x)		4,5	2,7	2,5	2,5	2,2
EV/EBITDA (x)		11,3	2,9	3,0	3,8	3,1
FCF Yield (%)		4,6%	27,4%	17,5%	13,8%	14,9%
DY (%)		5,1%	4,3%	13,9%	13,1%	10,4%
Wskaźniki finansowe		2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)		2,0	6,5	6,2	4,9	5,2
EPS skor. (PLN)		2,0	6,5	6,2	4,9	5,2
DPS (PLN)		1,8	1,5	4,9	4,6	3,7
Współczynnik wypłaty dywidendy (%)			74%	75%	75%	75%
BVPS (PLN)		7,8	12,8	14,1	14,3	15,9
Liczba akcji (mln)		117,4	117,4	117,4	117,4	117,4
Kapitalizacja (mln PLN)		4 139	4 139	4 139	4 139	4 139
EV (mln PLN)		3 225	2 585	2 436	2 407	2 220

Struktura przychodów w podziale na źródła [PLNm]



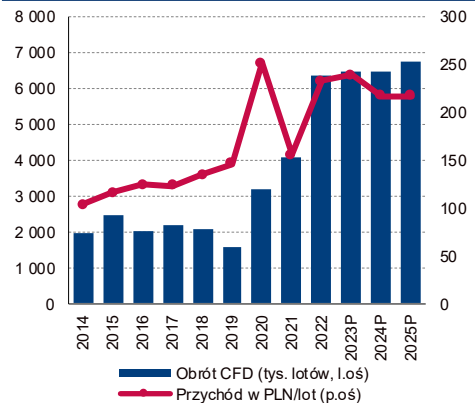
Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	626	1 444	1 507	1 363	1 425
Koszty operacyjne	-349	-559	-718	-740	-731
EBITDA	286	898	804	639	710
Amortyzacja	-9	-12	-15	-16	-16
EBIT	277	886	789	623	694
Zysk brutto	290	935	886	706	759
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0
Zysk netto	238	766	723	572	615
Zysk netto skor.	238	766	723	572	615

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przebiegi z działalności operacyjnej	199,0	1 149,1	737,8	587,7	631,4
Przebiegi z działalności inwestycyjnej	54,9	-328,7	-15,0	-15,7	-16,2
CAPEX	-8,0	-13,7	-15,0	-15,7	-16,2
Przebiegi z działalności finansowej	-216,2	-181,9	-574,6	-542,1	-429,0
Dywidenda/buy back	-210,1	-176,1	-574,6	-542,1	-429,0
FCF	191,0	1 135,4	722,8	572,0	615,2
Przebiegi pieniężne netto	37,7	638,5	148,2	29,9	186,2

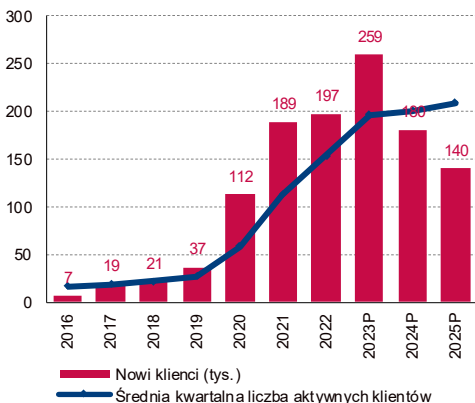
Wolumen obrotu CFD i rentowność na lota



Bilans (mln PLN)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa	3 147,7	4 114,3	4 670,9	4 989,4	5 193,9
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	2 817,0	3 105,7	3 123,9
Instrumenty dłużne	331,9	362,1	362,1	362,1	362,1
Gotówka	589,4	1 222,5	1 370,7	1 400,6	1 586,8
Pasywa	3 147,7	4 114,3	4 670,9	4 989,4	5 193,9
Kapitał własny	915,6	1 506,1	1 654,3	1 684,1	1 870,3
Kapitały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	2 138,2	2 433,3	2 841,6	3 130,3	3 148,6
Zobowiązania oprocentowane	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług netto	-913,9	-1 554,1	-1 702,3	-1 732,2	-1 918,4
Kapitał obrotowy netto	-1,2	-24,6	-24,6	-24,6	-24,6

Statystyki klientów spółki



Wskaźniki operacyjne

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
wzrost sprzedaży (%)	-17%	233%	-22%	131%	4%
wzrost kosztów (%)	1%	62%	24%	60%	29%
wzrost EPS (%)	-43%	597%	-41%	222%	-6%
marża EBITDA (%)	45,7%	62,2%	53,4%	46,9%	49,8%
marża EBIT (%)	44,2%	61,3%	52,4%	45,7%	48,7%
marża netto (%)	38,0%	53,0%	48,0%	42,0%	43,2%
ROE (%)	12,2%	58,3%	26,4%	63,3%	45,7%
ROA (%)	5,5%	23,5%	8,8%	21,1%	16,5%
Koszty/Przychody (%)	56%	39%	48%	54%	51%
Kapitał własny/aktywa (%)	29%	37%	35%	34%	36%
Dług netto/kapitał własny (x)	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Dług netto/EBITDA (x)	-3,2	-1,7	-2,1	-2,7	-2,7
Fundusze własne	409	529	660	719	910
Łączna ekspozycja na ryzyko	2563	2836	4120	4120	4818
Bufory kapitałowe	69	75	0	0	0
Łączny współczynnik kapitałowy (%)	13%	16%	16%	17%	19%

Źródło: Spółka, 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 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	259	180	140	100	100	100	100	100	100	100
Klienci na koniec okresu [tys.]	149	256	429	615	828	959	1 044	1 081	1 114	1 141	1 164	1 183	1 197	1 207
Srednia kwartalna liczba aktywnych klientów [tys.]	27	58	112	153	196	200	209	216	223	230	235	239	242	245
Wolumen obrotu CFD [tys. lotów]	1 597	3 175	4 105	6 366	6 471	6 462	6 756	6 996	7 225	7 423	7 589	7 725	7 833	7 912
Rentowość obrotu CFD [PLN/lot]	147	252	155	233	239	218	218	218	218	218	218	218	218	218

XTB: Wycena DDM

mln PLN	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	>2032P
EPS	6,2	4,9	5,2	5,8	6,1	6,2	6,4	6,5	6,5	6,5	
DPS	4,9	4,6	3,7	3,9	4,4	4,5	4,7	4,8	4,9	4,9	6,5
Stopa wypłaty dywidendy	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	100%
ROE	45,7%	34,3%	34,6%	34,4%	32,4%	30,6%	28,9%	27,3%	25,7%	24,1%	24,1%
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	18,9%	20,5%	23,9%	26,5%	29,4%	31,8%	34,5%	37,1%	39,7%	42,3%	
Kapitał nadwyżkowy ponad T1 14% (mln PLN)	236	347	529	708	889	1 062	1 245	1 428	1 612	1 796	

Stopa wzrostu DPS (g)	0,0%
PV strumienia dywidend 2023-2032P	24,2
Wartość rezydualna dywidend	49,8
PV wartości rezydualnej dywidend	12,9
PV kapitału nadwyżkowego w 2032P na akcję	4,5
Wartość wewnętrzna (1.01.2023)	41,5
Miesiąc	4
Wartość wewnętrzna (obecnie)	43,3
12M cena docelowa	49,0

Analiza wrażliwości wyceny

Stopa wzrostu (g)	Stopa wolna od ryzyka				
	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%
-1,0%	51,5	49,6	47,8	46,2	44,6
-0,5%	52,2	50,2	48,4	46,7	45,1
0,0%	53,0	50,9	49,0	47,2	45,6
0,5%	53,9	51,7	49,7	47,9	46,2
1,0%	54,8	52,5	50,4	48,5	46,7

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	564	9,6	7,3	-	4,1	3,1	-	6,9%	5,3%	6,8%
Plus500 Ltd	1 743	8,8	7,9	7,6	3,9	3,7	3,6	5,0%	2,1%	2,3%
IG Group Holdings PLC	3 393	7,4	7,0	6,9	3,6	3,4	3,3	6,1%	6,5%	6,7%
Mediana		8,8	7,3	7,3	3,9	3,4	3,4	6,1%	5,3%	6,7%
XTB	903	5,7	7,2	6,7	3,2	4,0	3,6	13,9%	13,1%	10,4%
Premia/dyskonto		-35%	-1%	-7%	-18%	18%	6%	129%	149%	55%

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	54,4	35,7	38,0	42,7
EV/EBITDA	40,1	31,8	34,1	35,3
Średnia	47,2	33,7	36,1	39,0

Źródło: Bloomberg, Trigon DM

Podsumowanie wycen

XTB: Podsumowanie wyceny

Metoda	Wycena (PLN)	Waga
DDM	49,0	50%
Porównawcza	39,0	50%
12M cena docelowa	44,0	
Potencjał w zrostu	25%	

Źródło: Trigon DM

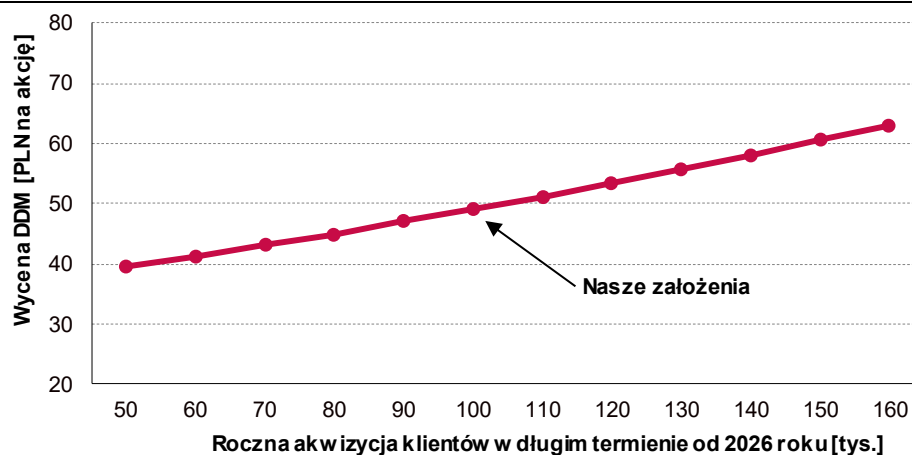
Porównanie wskaźników XTB przy obecnym kursie i na naszej cenie docelowej

P/E	EV/EBITDA			DY		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Wskaźniki bazujące na cenie bieżącej						
5,7	7,2	6,7	3,0	3,8	3,1	13,9% 13,1% 10,4%
Wskaźniki bazujące na cenie docelowej						
7,1	9,0	8,4	4,3	5,4	4,6	11,1% 10,5% 8,3%

Źródło: Trigon DM

Analiza wrażliwości

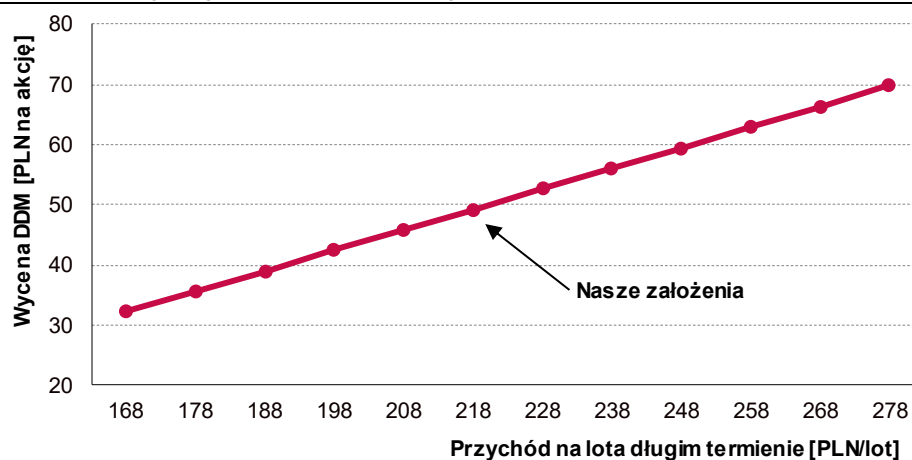
Wrażliwość wyceny DDM na poziom akwizycji klientów



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. 3,4 PLN na akcję.

Rachunek wyników (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	797,8	625,6	1 444,2	1 507,3	1 363,1	1 424,6
Koszty operacyjne	-282,0	-348,8	-558,6	-718,0	-739,6	-730,9
Wy nagrodzenia i świadczenia pracownicze	-119,1	-131,3	-192,0	-254,8	-285,1	-299,3
Marketing	-87,7	-120,1	-222,4	-289,9	-264,5	-234,2
Koszty prowizji	-22,5	-36,2	-54,4	-62,4	-68,8	-71,2
Pozostałe usługi obce	-29,4	-38,4	-50,0	-65,7	-73,0	-76,7
Amortyzacja	-7,8	-8,9	-12,0	-15,0	-15,7	-16,2
Pozostałe	-15,4	-13,9	-27,8	-30,2	-32,4	-33,3
EBITDA	523,5	285,7	897,7	804,3	639,2	709,9
EBIT	515,7	276,8	885,7	789,4	623,5	693,7
Wynik na działalności finansowej	-17,0	13,6	49,6	96,2	82,6	65,7
Zysk brutto	498,7	290,5	935,3	885,5	706,1	759,4
Podatek dochodowy	-96,6	-52,6	-169,2	-162,7	-134,2	-144,3
Zysk mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	402,1	237,8	766,1	722,8	572,0	615,2
Zysk netto skor.	402,1	237,8	766,1	722,8	572,0	615,2
marża EBITDA	65,6%	45,7%	62,2%	53,4%	46,9%	49,8%
marża EBIT	64,7%	44,2%	61,3%	52,4%	45,7%	48,7%
marża netto	50,4%	38,0%	53,0%	48,0%	42,0%	43,2%
zmiana przychodów r./r.	233%	-22%	131%	4%	-10%	5%
zmiana kosztów r./r.	62%	24%	60%	29%	3%	-1%
zmiana EBITDA r./r.	625%	-45%	214%	-10%	-21%	11%
zmiana EBIT r./r.	688%	-46%	220%	-11%	-21%	11%
zmiana zysku netto r./r.	597%	-41%	222%	-6%	-21%	8%
	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
Przychody	183,6	439,8	396,4	391,3	216,7	531,6
Koszty operacyjne	-100,7	-131,0	-136,8	-132,5	-158,2	-184,2
Wy nagrodzenia i świadczenia pracownicze	-35,4	-46,5	-46,5	-49,0	-50,0	-63,4
Marketing	-37,2	-50,7	-54,7	-48,6	-68,5	-81,4
Podatki i opłaty	-9,8	-13,3	-14,3	-13,0	-13,8	-15,1
Pozostałe usługi obce	-11,3	-11,4	-11,0	-12,7	-14,9	-14,1
Amortyzacja	-2,3	-2,9	-2,8	-3,1	-3,3	-3,7
Pozostałe	-4,7	-6,4	-7,5	-6,1	-7,8	-6,5
EBITDA	85,2	311,6	262,4	261,8	61,8	351,1
EBITDA skor.	85,2	311,6	262,4	261,8	61,8	351,1
EBIT	82,9	308,8	259,7	258,7	58,5	347,4
Wynik na działalności finansowej	1,4	-0,1	17,3	31,8	0,6	19,6
Zysk brutto	84,2	308,6	277,0	290,5	59,1	367,0
Podatek dochodowy	-15,7	-56,0	-50,1	-54,3	-8,8	-64,2
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	302,8
Zysk netto skor.	68,5	252,6	226,9	236,2	50,3	302,8
marża EBITDA	46,4%	70,9%	66,2%	66,9%	28,5%	66,1%
marża EBIT	45,1%	70,2%	65,5%	66,1%	27,0%	65,3%
marża netto	37,3%	57,4%	57,2%	60,4%	23,2%	57,0%
zmiana przychodów r./r.	31,2%	135,6%	616,8%	95,6%	18,1%	20,9%
zmiana kosztów r./r.	20,4%	50,8%	79,0%	56,4%	57,1%	40,6%
zmiana EBITDA r./r.	45,7%	206,3%	-	122,7%	-27,5%	12,7%
zmiana EBIT r./r.	47,0%	209,4%	-	124,5%	-29,4%	12,5%
zmiana zysku netto r./r.	70,3%	183,7%	-	126,5%	-26,6%	19,9%

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	4 624,1	4 942,7	5 147,1
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	2 817,0	3 105,7	3 123,9
Pozostałe	39,9	72,6	74,4	74,4	74,4	74,4
Gotówka	542,2	589,4	1 222,5	1 370,7	1 400,6	1 586,8
Aktywa	2 283,5	3 147,7	4 114,3	4 670,9	4 989,4	5 193,9
Kapitał własny	888,3	915,6	1 506,1	1 654,3	1 684,1	1 870,3
Kapitał zakładowy	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
Pozostałe	480,3	671,9	734,1	925,6	1 106,3	1 249,3
Zysk (strata) netto	402,1	237,8	766,1	722,8	572,0	615,2
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	2 986,1	3 274,9	3 293,1
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	2 841,6	3 130,3	3 148,6
Pozostałe	86,7	86,5	144,5	144,5	144,5	144,5
Pasywa	2 283,5	3 147,7	4 114,3	4 670,9	4 989,4	5 193,9
Kapitał obrotowy netto	-11,0	-1,2	-24,6	-24,6	-24,6	-24,6
Dług netto	-932,2	-913,9	-1 554,1	-1 702,3	-1 732,2	-1 918,4
Dług netto skor.	-932,2	-913,9	-1 554,1	-1 702,3	-1 732,2	-1 918,4
Dług netto/EBITDA (x)	-1,8	-3,2	-1,7	-2,1	-2,7	-2,7
Dług netto/kapitał własny (x)	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
ROE (%)	58%	26%	63%	46%	34%	35%
ROA (%)	23%	9%	21%	16%	12%	12%
Fundusze własne	529	660	719	910	1091	1277
Łączna ekspozycja na ryzyko	2836	4120	4120	4818	5312	5343
Bufora kapitałowe	75	0	0	0	0	0
Łączny współczynnik kapitałowy (%)	16%	16%	17%	19%	21%	24%

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	469,1	199,0	1 149,1	737,8	587,7	631,4
Zysk (strata) netto	402,1	237,8	766,1	722,8	572,0	615,2
Amortyzacja	7,8	8,9	12,0	15,0	15,7	16,2
Zmiany w kapitale obrotowym	66,7	54,0	165,6	61,8	43,7	2,8
Zmiana należności handlowych	-562,8	-753,3	-151,6	-328,6	-232,4	-14,7
Zmiana zobowiązań handlowych	629,5	807,2	317,2	390,4	276,1	17,4
Pozostałe	-7,4	-101,7	205,4	-61,8	-43,7	-2,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-384,2	54,9	-328,7	-15,0	-15,7	-16,2
CAPEX	-4,7	-8,0	-13,7	-15,0	-15,7	-16,2
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	-542,1	-429,0
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	-542,1	-429,0
Pozostałe	-2,6	-4,8	-28,9	0,0	0,0	0,0
Przepływy pieniężne netto	52,1	37,7	638,5	148,2	29,9	186,2
Środki pieniężne na początek okresu	484,4	542,2	589,4	1 222,5	1 370,7	1 400,6
Środki pieniężne na koniec okresu	542,2	589,4	1 222,5	1 370,7	1 400,6	1 586,8

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 otrzymują 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.

Przyjmuję 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 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: 26 kwietnia 2023 r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 27 kwietnia 2023 r. godz. 8:00