

Research

Poland | Equity Research

 Research Department
research@trigon.pl
www.trigon.pl

Ailleron

Kupuj
 (Inicjacja)

Przed drugim etapem ekspansji Software Mind

Cena docelowa: 26 PLN
Potencjał wzrostu: +41%

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Ailleron z ceną docelową 26 PLN i zaleceniem KUPUJ. Po dokapitalizowaniu segmentu Software Mind grupa skokowo zwiększyła skalę działalności dzięki serii akwizycji w latach 2021-22 oraz w wyniku wzrostu organicznego. Przychody Ailleron w okresie od 2020 do 2022 roku wzrosły o 162%, a w roku bieżącym przewidujemy ich potrojenie względem roku 2020. Proces integracji przejętych podmiotów dobiega końca. Aktualna faza spowolnienia na rynku stwarza dobre warunki dla drugiego etapu ekspansji Software Mind, który pozostaje niezadłużonym podmiotem. Pomimo intensywnego tempa wzrostu, spółka była w stanie utrzymać marżę na poziomie wyższym niż konkurencyjne przedsiębiorstwa z branży.

Marża operacyjna w segmencie wyraźnie wyższa względem konkurentów notowanych na GPW. W latach 2021-22 marża EBIT w Software Mind wyniosła 16% wobec 13-14% w Spyrosoft oraz 11-13% w Fabrity. Mimo normalizacji popytu skutkującej wydłużeniem „ławki” i spadkiem marż w sektorze na początku 2023 roku, Software Mind powiększył przewagę w zakresie rentowności i wypracował w 1Q'23 prawie 14% marży EBIT, wobec niecałych 10% w Spyrosoft i Fabrity. Marża Ailleron była również wyższa niż u globalnych liderów sektora software house.

Oczekujemy wyraźnej poprawy wyników w 2024 roku. Zakładamy, że Software Mind odczujecie spowolnienie widoczne w branży, a umocnienie PLN osłabi marżę w drugim półroczu '23. Oczekujemy w 2H'23 spadku dynamiki sprzedaży do +3% i obniżenia marży do 12,5%. W latach 2024-25 prognozujemy powrót do dwucyfrowego wzrostu przychodów w Software Mind o odpowiednio 12% i 18%. Spodziewamy się także spadku marży z 16% w roku 2022 do 13% w roku bieżącym i stopniowe odbicie do 14,5% w 2025. W segmencie FinTech tegoroczny wynik operacyjny będzie jeszcze pod wpływem straty na kontrakcie z Pekao (prognozujemy -1mln PLN EBIT obciążonego one-offami), jednak w 2024 roku oczekujemy już 7mln PLN zysku operacyjnego.

Segment FinTech skupi się na dalszym wzroście w obszarze usług, wykorzystując wypracowane w grupie rozwiązania produktowe. W najbliższych latach nie oczekujemy dużych nakładów inwestycyjnych, po wcześniejszym znaczącym capexie na produkty, w tym na wersję SaaS platformy LiveBank. Zakładamy wzrost FCF yield z 2% w 2022 do 7% w 2024, a w długim okresie capex do przychodów w Grupie Ailleron poniżej 3%.

Upside w przejściach. Chociaż nasze prognozy nie uwzględniają konkretnych przejść, w najbliższych kwartałach nie wykluczamy zrealizowania co najmniej jednej dużej transakcji. Seria akwizycji przeprowadzonych w latach 2021-22 uwiarygadnia strategię budowania wartości dla akcjonariuszy poprzez przejścia. Celem pozostają spółki z ekspozycją na USA oraz Europę Zachodnią, w szczególności DACH oraz kraje nordyckie.

Wycena. Naszą cenę docelową 26 PLN opieramy na modelu DCF. Wycena porównawcza do grupy podmiotów zagranicznych zwraca wartość na akcję 32,4 PLN, natomiast porównanie do Spyrosoftu bazujące na skor. wyniku netto za ostatnie 4 kwartały implikuje wartość akcji 29,5 PLN. Na naszych prognozach dla lat 2024-25 spółka wyceniana jest na P/E 10,0x oraz 7,9x, a przy cenie docelowej 26 PLN P/E wynosi odpowiednio 14,1x i 11,2x. Przy założeniu powrotu do dwucyfrowego wzrostu wyniku nie są to naszym zdaniem zbyt wygórowane wartości. Globalni liderzy branży w ostatnich kwartałach wyceniani byli na P/E forward w przedziale 20-30x (wykres str. 12).

mIn PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	156	212	410	463	512	601
EBITDA	24	36	61	64	83	100
EBIT	16	27	48	49	66	82
Zysk netto	9	7	13	15	23	29
EPS (PLN)	0,76	0,60	1,07	1,18	1,84	2,32
P/E (x)	24,1	30,7	17,2	15,5	10,0	7,9
EV/EBITDA (x)	21,8	13,6	9,4	8,9	6,7	5,3
P/BV (x)	2,4	1,7	1,6	1,6	1,4	1,2
DY (%)	0,0%	1,7%	1,7%	5,4%	2,7%	2,7%

Źródło: dane spółki, Trigon DM

DANE SPÓŁKI

Ticker	ALL
Sektor	IT
Kurs (PLN)	18,40
52 tyg. min/max (PLN)	11,35 / 24,2
Liczba akcji (mln szt.)	12,4
Kapitalizacja (mln PLN)	227
Free-float	39,6%
Śr. obroty 3M (mln PLN)	0,27
Zmiana kursu	1M 3M 1Y
	-6,1% -19,2% 49,2%

KURS NA TLE WIG



HISTORIA REKOMENDACJI

Data	Wycena
-	-

AKCJONARIAT

Akcjonariusz	Udział %
Rafał Sty czeń	23,6%
Dariusz Orłowski	23,3%
Esaliens TFI	7,8%
Grzegorz Mły narczy k	5,7%

WAŻNE DATY

Raport II kw. '23	27.09.2023
Raport III kw. '23	29.11.2023

ANALITYK

Dominik Niszcz

Ailleron

Bloomberg ticker

ALL PW

Rekomendacja

Kupuj

Cena docelowa (PLN)

26,0

Kurs (PLN)

18,4

Potencjał wzrostu

41%

Poprzednia rekomendacja

-

Poprzednia cena docelowa (PLN)

-

Liczba akcji (mln)

12,4

Kapitalizacja (mln PLN)

227

EV (mln PLN)

577

Dominik Niszczyński

dominik.niszczyński@trigon.pl

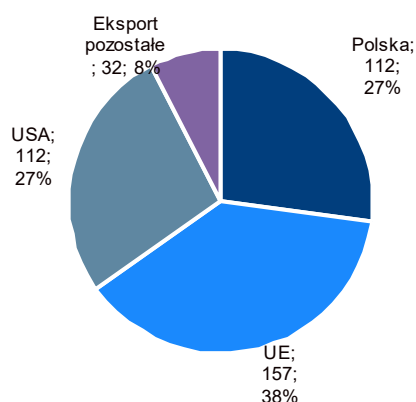
Wskaźniki rynkowe

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	30,7	17,2	15,5	10,0	7,9
P/E skor. (x)	30,7	12,8	13,9	10,0	7,9
P/BV (x)	1,7	1,6	1,6	1,4	1,2
EV/EBITDA (x)	13,6	9,4	8,9	6,7	5,3
EV/EBITDA skor. (x)	13,6	9,4	8,9	6,7	5,3
EV/Sprzedaż (x)	2,3	1,4	1,2	1,1	0,9
FCF Yield (%)	2,1%	2,2%	3,8%	6,8%	8,4%
DY (%)	1,7%	1,7%	5,4%	2,7%	2,7%

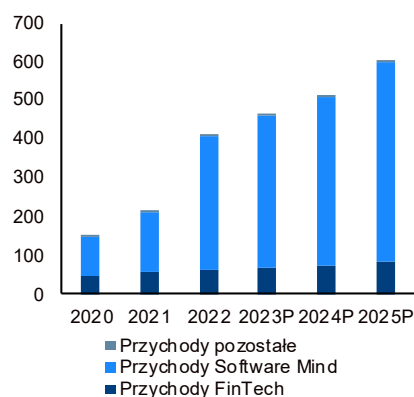
Wskaźniki finansowe

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	0,6	1,1	1,2	1,8	2,3
EPS skor. (PLN)	0,6	1,4	1,3	1,8	2,3
DPS (PLN)	0,3	0,3	1,0	0,5	0,5
BVPS (PLN)	10,8	11,5	11,7	13,0	14,8
Liczba akcji (mln)	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4
Kapitalizacja (mln PLN)	227	227	227	227	227
EV (mln PLN)	487	577	573	555	532

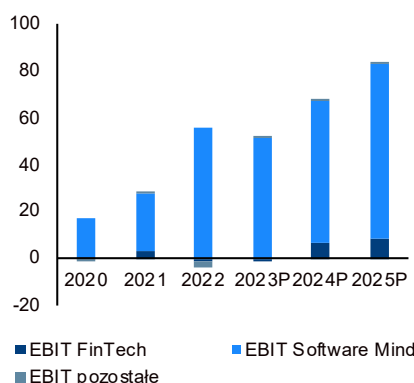
Struktura przychodów w 2022 roku (mln PLN)



Przychody w podziale na segmenty



EBIT w podziale na segmenty



Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	212,4	410,1	463,3	512,3	601,3
Koszt własny sprzedaży	-142,1	-294,8	-345,0	-370,0	-429,8
Zysk brutto ze sprzedaży	70,3	115,3	118,3	142,3	171,5
EBITDA	35,7	61,1	64,0	82,9	100,4
EBITDA skor.	35,7	61,1	64,0	82,9	100,4
Amortyzacja	-8,3	-13,0	-14,7	-16,9	-18,4
EBIT	27,4	48,2	49,3	66,0	81,9
Zysk brutto	25,5	47,9	47,9	64,4	80,4
Zysk mniejszości	-9,6	-25,3	-23,0	-27,9	-34,6
Zysk netto	7,4	13,2	14,6	22,7	28,6
Zysk netto skor.	7,4	17,7	16,3	22,7	28,6

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	26,1	45,6	43,8	59,6	67,3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-28,0	-126,7	-16,3	-15,7	-16,7
CAPEX	-12,3	-27,2	-16,3	-15,7	-16,7
Przepływy z działalności finansowej	89,5	59,1	-15,4	-10,3	-10,6
Dywidenda	-4,0	-4,0	-12,4	-6,2	-6,2
Leasing	-3,6	-6,0	-6,0	-6,1	-6,1
FCF	10,2	12,4	21,5	37,8	44,4
Przeplwy pieniężne netto	87,6	-21,9	12,2	33,6	40,0

Bilans (mln PLN)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa	278,7	419,1	451,8	502,1	568,1
Rzeczowe aktywa trwałe	22,8	28,4	32,1	34,6	36,7
Wartość firmy	54,9	149,5	149,5	149,5	149,5
Wartości niematerialne i prawne	18,0	28,8	32,6	35,1	37,3
Gotówka	111,3	89,4	101,6	135,1	175,1
Pasywa	278,7	419,1	451,8	502,1	568,1
Kapitał własny	133,0	141,9	144,2	160,7	183,1
Kapitały mniejszości	82,5	115,8	138,8	166,7	201,3
Zobowiązania oprocentowane	22,2	98,5	101,5	103,5	105,3
Dług netto skor.	-51,9	6,6	3,1	-14,8	-38,3
Kapitał obrotowy netto	44,7	66,1	74,7	82,6	96,9

Wskaźniki operacyjne

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
wzrost sprzedaży (%)	36%	93%	13%	11%	17%
wzrost EPS skor. (%)	-22%	139%	-8%	39%	26%
marża brutto na sprzedaży (%)	33,1%	28,1%	25,5%	27,8%	28,5%
marża EBITDA skor. (%)	16,8%	14,9%	13,8%	16,2%	16,7%
marża EBIT (%)	12,9%	11,7%	10,6%	12,9%	13,6%
marża netto skor. (%)	3,5%	4,3%	3,5%	4,4%	4,8%
ROE (%)	6,5%	12,9%	11,4%	14,9%	16,6%
ROA (%)	3,4%	5,1%	3,8%	4,8%	5,3%
CAPEX/Sprzedaż (%)	5,8%	6,6%	3,5%	3,1%	2,8%
CAPEX/Amortyzacja (x)	1,5	2,1	1,1	0,9	0,9
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,4	0,0	0,0	-0,1	-0,2
Dług netto/EBITDA (x)	-1,5	0,1	0,0	-0,2	-0,4
Mniejszości minus akt. nieop. (wart. rynkowa)	311	343	343	343	343
Cykl konwersji gotówki (dni)	137	103	119	122	119
Cykl rotacji zapasów (dni)	-8	-1	-1	-1	-1
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	101	72	83	84	81
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	-44	-32	-37	-39	-38

Źródło: Spółka, Trigon DM

Podsumowanie inwestycyjne

Marża operacyjna w Software Mind wyraźnie wyższa względem konkurentów notowanych na GPW. Sądzymy, że obserwowane obecnie spowolnienie na globalnym rynku usług informatycznych dotknie najmocniej spółki, które generują relatywnie niższe marże. Na tle konkurentów notowanych na GPW, Software Mind wyróżnia się wyższą rentownością. W latach 2021-22 marża EBIT spółki wyniosła po 16%, wobec 13-14% w Spyrosoft oraz 11-13% w Fabrity (uwzględniamy tylko segment IT z grupy Fabrity Holding, dawne K2 Holding). Normalizacja popytu skutkująca wydłużeniem „ławki” na początku 2023 przyniosła w sektorze spadek marży, który będzie jeszcze bardziej odczuwalny w drugim półroczu z uwagi na umocnienie PLN. Mimo to w 1Q'23 Software Mind utrzymywał wyższą marżę w wysokości prawie 14%, wobec niecałych 10% w innych notowanych na GPW podmiotach. Na majowej konferencji zarząd Ailleron wskazywał, że w tym roku oczekuje utrzymania rentowności z 1Q, ale biorąc pod uwagę dalszy spadek popytu sygnalizowany przez globalnych graczy branżowych, oraz silną złotówkę, przyjęliśmy, że marża nieco spadnie do 12-13% w drugim półroczu. Sądzymy, że jest to stan przejściowy wynikający z wyższej bazy w sektorze, kiedy kumulowały się post-covidowe inwestycje.

Fabrity	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23
Przychody	40,3	11,7	12,9	12,9	14,6	52,0	15,8
r/r	15%	25%	35%	33%	24%	29%	36%
EBIT	5,3	1,1	1,8	1,0	1,7	5,6	1,5
r/r	-9%	-33%	52%	-22%	45%	6%	34%
marża EBIT	13,2%	9,7%	13,7%	7,7%	11,9%	10,8%	9,6%

Spyrosoft	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23
Przychody	173,4	60,0	79,8	91,5	100,1	331,5	104,4
r/r	54%	69%	104%	104%	86%	91%	74%
r/r organicznie	54%	69%	79%	70%	71%	72%	53%
EBIT	23,1	8,0	10,0	13,8	13,2	45,1	10,2
r/r	14%	47%	132%	116%	93%	96%	27%
marża EBIT	13,3%	13,4%	12,5%	15,1%	13,2%	13,6%	9,8%

Ailleron - Software Mind	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23
Przychody	153,4	62,9	84,8	94,7	101,8	344,2	94,9
r/r	51%	143%	159%	111%	104%	124%	51%
r/r organicznie	31%	-	-	49%	35%	49%	26%
EBIT	24,6	13,2	8,1	15,6	17,7	54,7	13,1
r/r	45%	163%	48%	132%	140%	122%	-1%
marża EBIT	16,0%	21,0%	9,6%	16,5%	17,4%	15,9%	13,8%

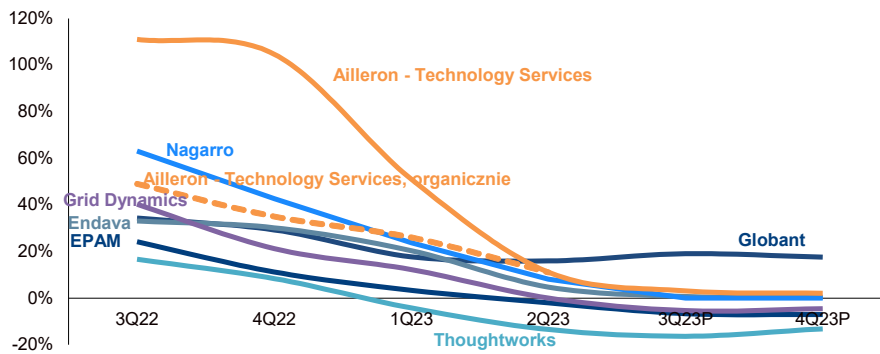
Źródło: Prezentacje i raporty spółek, Trigon DM

Zmiany wielkości zespołów u dotychczasowych klientów przyczyniają się do wydłużenia „ławki”, jednak równocześnie nowe zastosowania AI pozwalają pozyskiwać nowych klientów. W obszarze usług IT część klientów obecnie ogranicza zespoły, ale jednocześnie wciąż inicjowane są projekty u dużych klientów. Takie przetasowania skutkują przejściowym wydłużeniem „ławki”, co w efekcie przełożyło się na początku tego roku na ubytek 2p.p. marży w Software Mind. Jednocześnie w obszarze usług związanych z AI i Machine Learning widoczne jest przyspieszenie. W tym obszarze spółka oferuje szereg mniejszych narzędzi automatyzujących pracę klientów. Mniejsze kontrakty to często door-opener do zdobycia nowych klientów, z którymi w przyszłości współpraca będzie rozszerzana.

Aktualny konsensus prognoz dla liderów branży software house zakłada spowolnienie w drugim półroczu '23 i powrót do szybkiego wzrostu do roku 2025. Taki scenariusz przypomina sytuację na rynku e-commerce po pandemii, z wysoką bazą w 2021 roku, która z kolei skutkowałą niższą

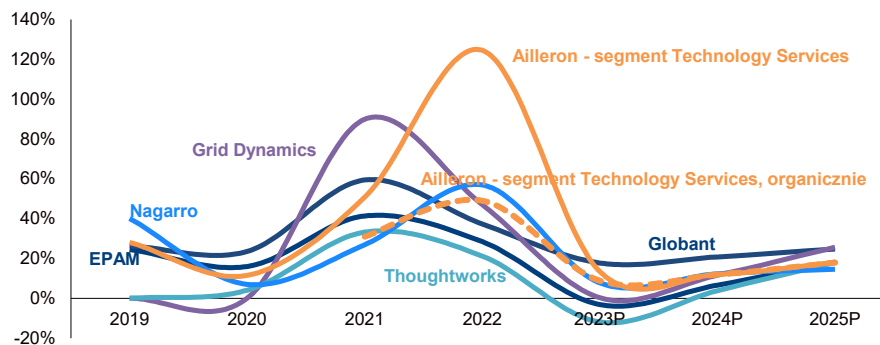
dynamiką w kolejnym okresie. Sądzymy, że po okresie dynamicznego wzrostu w latach 2021-2022, obecnie branża doświadcza chwilowego spowolnienia, jednak perspektywy średnioterminowe pozostają bardzo dobre. Na poniższych wykresach przedstawiamy dynamiki przychodów w Ailleron z akwizycjami oraz oczyszczone o ten efekt, natomiast w spółkach zagranicznych pokazujemy raportowane dynamiki, częściowo wspierane przejęciami (np. efekt akwizycji widoczny w przypadku Globant, który poza sporym przejęciem w maju tego roku zapowiedział też bardzo duże inwestycje w rozbudowę zespołów w Ameryce Południowej).

Dynamika przychodów spółek w sektorze, r/r, w walucie raportowania



Źródło: Bloomberg, Ailleron, szacunki Trigon DM

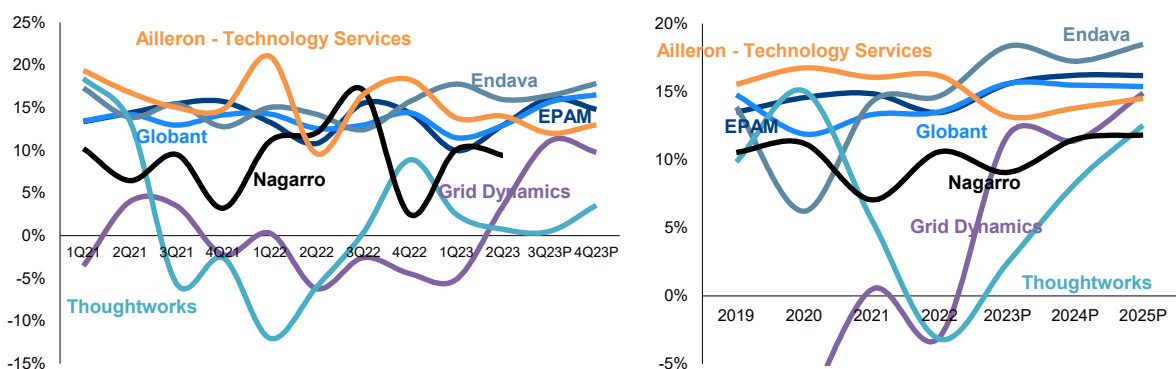
Dynamika przychodów spółek w sektorze r/r, w walucie raportowania



Źródło: Bloomberg, Ailleron, szacunki Trigon DM

Marże EBIT w Software Mind powyżej światowych konkurentów. Marże zagranicznych spółek są w niektórych latach obciążone kosztami programów motywacyjnych, ale nie korygujemy wyniku o te koszty, uznając je za stały element wynagrodzeń. Podchodzimy ostrożniej do marży ALL w kolejnych latach, jednak sądzymy, że pozostanie atrakcyjna vs. benchmarki branżowe.

Marża EBIT w segmencie Technology Services (Software Mind) na tle globalnych konkurentów



Źródło: Bloomberg, Ailleron, szacunki Trigon DM

Podsumowanie prognoz finansowych. W 2022 roku segment **FinTech** był obciążony stratą na kontrakcie Pekao (5,7mln PLN) oraz niepodlegającymi aktywowaniu kosztami rozwoju produktu LiveBnk SaaS (2,7mln PLN). Bez uwzględnienia dwóch powyższych czynników wynik operacyjny wniósł 6,9mln PLN, co stanowi w naszej opinii dobry punkt odniesienia na kolejny rok. Przypominamy, że w 1Q23 spółka sygnalizowała koszty obciążenia wyniku operacyjnego z tytułu współpracy z Pekao w kwocie 2,1mln PLN, a następnie potencjalny odpis należności od Pekao na 2,1mln PLN oraz 2,7mln PLN jako maksymalną kwotę kosztów zespołu pracującego przy kontrakcie z Pekao, która może obciążyć wynik w drugim półroczu (łącznie obciążenie EBIT FinTechu czynnikami jednorazowymi może być zbliżone do zeszłorocznego). W 2024 roku przyjęliśmy wzrost przychodów w Fintach o 3% (lub +9% bez uwzględnienia w bazie przychodów od Pekao) i wzrost rentowności EBIT do 9%, a w kolejnym roku poprawę do 10,5% i później stopniowo do 12%. Widzimy upside do prognoz marży w segmencie FinTech w przypadku zdobycia kolejnych klientów dla produktu LiveBank. Na poprawę rentowności wpłynie też optymalizacja użycia powierzchni biurowej od kolejnego roku generując oszczędności wynoszące łącznie około 1,7mln PLN rocznie z czego blisko połowę dla Software Mind.

W **Software Mind** w bieżącym roku liczymy na zbliżony do pierwszego kwartału wynik w 2Q. Niemniej jednak, zakładamy spadek rentowności do 12-13% w drugim półroczu, biorąc pod uwagę niekorzystne kursy walutowe oraz spowolnienie na rynku komunikowane przez liderów branży. Rentowność w drugim półroczu może być również pod negatywnym wpływem kosztów związanych z rozbudowywanymi zespołami sprzedażowymi, w tym w USA. Poprawy marży w Software Mind oczekujemy w roku 2024, równocześnie przewidując przyspieszenie dynamiki przychodów do 12% r/r w 2024 i 18% r/r w 2025, bez uwzględnienia ewentualnych akwizycji. W perspektywie po roku 2025 przewidujemy konserwatywnie umiarkowany spadek dynamiki przychodów, nie uwzględniając efektów przejęć, do poziomu jednocyfrowego.

Na poziomie całej Grupy Ailleron zakładamy spadek skorygowanego zysku netto w tym roku do 16,3mln PLN z 17,7mln PLN w 2022 i wobec 19,5mln PLN w ostatnich czterech kwartałach, z uwagi na oczekiwane przejściowe pogorszenie rentowności w drugim półroczu. Korekta wyniku obejmuje koszty przejęć oraz odpisów należności (przyjęliśmy w prognozie na bieżący rok 2mln PLN od Pekao), ale nie uwzględnia negatywnego wpływu z tytułu pracy nad projektem dla Pekao.

Podsumowanie prognoz

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	156,2	212,4	410,1	463,3	512,3	601,3	652,7
FinTech	48,8	56,4	64,0	70,5	72,6	82,8	87,7
r/r	26%	16%	13%	10%	3%	14%	6%
Software Mind	101,7	153,4	344,4	390,7	437,6	516,3	562,8
r/r	12%	51%	125%	13%	12%	18%	9%
Pozostałe	5,7	2,6	1,7	2,1	2,1	2,2	2,2
EBIT	15,5	27,4	48,2	49,3	66,0	81,9	88,9
FinTech	0,1	2,7	-1,5	-1,3	6,9	8,7	9,6
Marża	0,3%	4,8%	-2,3%	-1,8%	9,5%	10,5%	11,0%
Software Mind	17,0	24,6	55,6	51,5	60,4	74,9	81,0
Marża	16,7%	16,0%	16,2%	13,2%	13,8%	14,5%	14,4%
Pozostałe	-1,6	0,0	-6,0	-0,9	-1,3	-1,6	-1,8
Zysk netto j.d.	9,4	7,4	13,2	14,6	22,7	28,6	31,5
Zysk netto skor.	9,4	7,4	17,7	16,3	22,7	28,6	31,5

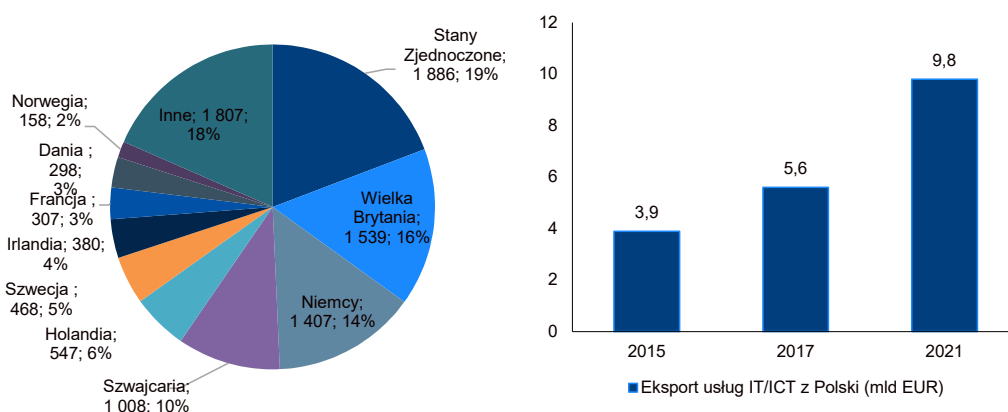
Źródło: Ailleron, Trigon DM

Dywidenda. Tegoroczna kwota dywidendy w wysokości 1,0 PLN na akcje oparta jest częściowo na zeszłorocznym wyniku oraz na przychodach z wcześniejszej sprzedaży udziałów w Software Mind. W nadchodzących latach

Software Mind planuje reinwestować swoje zyski, a wypłaty dywidendy będą bazować głównie na zyskach wypracowanych w spółce matce. W związku z tym w naszej prognozie na lata 2024-26 założymy DPS 0,5 PLN, co stanowi istotnie niższy poziom wobec zysku na akcję po uwzględnieniu kontrybucji z Software Mind. Uważamy, że priorytetem dla spółki będzie dalszy rozwój poprzez potencjalne akwizycje, co do tej pory okazało się strategią przynoszącą wartość dla akcjonariuszy Ailleron.

Ailleron ma ekspozycję zarówno na rosnący rynek usług eksportowych IT oraz na rynek krajowy. Geograficzna ekspozycja Ailleron na rynki zagraniczne jest zbliżona do struktury polskiego eksportu, w której przeważają USA oraz wybrane kraje Europy Zachodniej. Zwracamy uwagę na silny wzrostowy trend wartości eksportu usług w ostatnich latach, napędzający wyniki polskich software house.

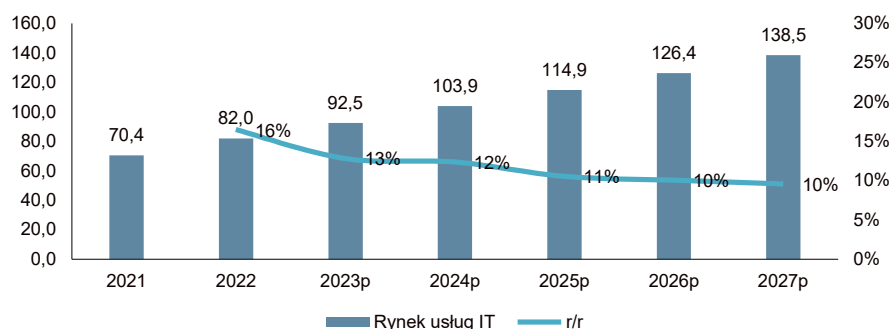
Eksport usług IT/ICT z Polski w 2021 roku (mln EUR, l.w.) i w latach 2015-21 (mld EUR, p.w.)



Źródło: GUS, PARP

Rynek usług IT w Polsce powinien rosnąć w dwucyfrowym tempie. Co prawda najbliższy rok może przynieść spowolnienie i jesteśmy dość konserwatywnie nastawienie odnośnie drugiego półrocza i początku 2024 roku, jednak w średniej perspektywie zgadzamy się z niższymi szacunkami tempa wzrostu rynku. W Polsce Ailleron ma ekspozycję głównie na sektory usług finansowych oraz telekomunikacji, choć działa aktywnie także w innych wertykałach.

Rynek usług IT w Polsce (mld PLN)



Źródło: Fitch Solutions

Produkty i usługi dla sektora finansowego. Spółka utrzymuje stabilny poziom przychodów z produktów dla sektora leasingowego, natomiast mocno rozwija ofertę usług tworzenia oprogramowania dla sektora bankowego oraz leasingowego. W obszarze leasingu spółka aktywnie wychodzi zagranicę, gdzie promuje swoje rozwiązania m.in. na rynku DACH i bierze udział w procesach sprzedażowych m.in. w Austrii. Nadal dobre perspektywy są także przed biznesem LiveBank on premise, którzy już sam się finansuje (współpraca z klientami takimi jak Citi czy Standard Chartered, którzy

zamawiają nowe funkcjonalności). LiveBank w formie SaaS, obecnie wdrożony w ING Banku, pozostaje perspektywnym produktem, ale w średnim okresie stanowić będzie raczej niewielki kilkuprocentowy udział w przychodach FinTechu, charakteryzując się jednak docelową marżą wyższą niż na typowej działalności usługowej.

Rynek IT będzie napędzany kolejnymi rozwiązaniami związanymi m.in. ze sztuczną inteligencją, analizą danych, machine learning, robotyzacją, które wymagają stałego wsparcia specjalistów software. Poniższe dane wskazują, że Polskie przedsiębiorstwa w segmencie SME są nadal mniej zaawansowane od europejskich w kwestii wykorzystywania rozwiązań IT w swojej działalności biznesowej.

Nasycenie rozwiązaniami software dla przedsiębiorstw w Polsce i UE (% 2021)

	ERP - Polska	ERP - Strefa Euro	CRM - Polska	CRM - Strefa Euro
SMEs (10-249 pracowników)	30	39	30	36
Duże firmy (250+)	91	82	83	66
Sektory:				
Przemysł	34	53	32	38
Utilities	45	52	43	43
Budownictwo	17	30	15	25
Handel	27	35	26	33
Transport	24	32	25	27
Hotele, turystyka	29	29	40	49
ICT	54	56	63	65
Nieruchomości	34	50	33	51

Źródło: Fitch Solutions

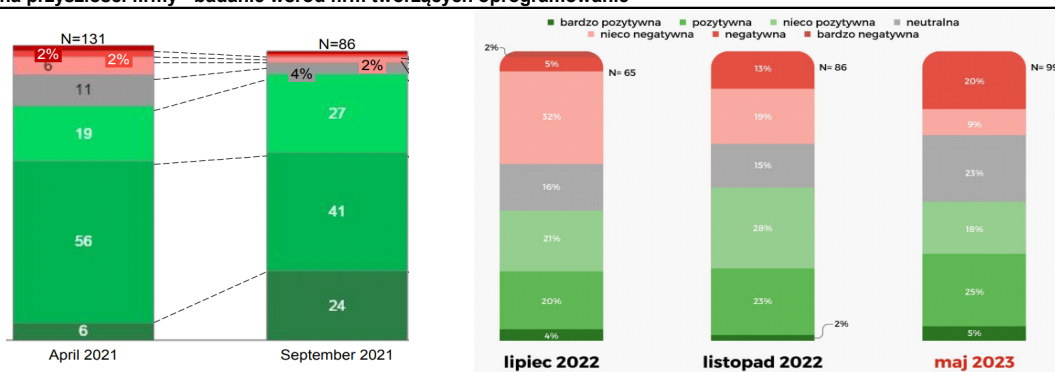
Użytkownicy rozwiązań związanych ze sztuczną inteligencją, % firm, 2021

	Polska	UE-27
Marketing/Sprzedaż	1,1	1,8
Procesy produkcyjne	0,8	1,6
Procesy biznesowe	0,8	1,9
Logistyka	0,4	0,8
Bezpieczeństwo ICT	0,6	1,9
Analiza big data machine learning (2020)	0,8	2,5
Analizy big data NLP (2020)	0,3	1,2
Roboty usługowe (2020)	2,2	2,4
Chatboty (2020)	1,5	2,3

Źródło: Fitch Solutions

Nastroje w polskich przedsiębiorstwach oferujących usługi IT pozostają ostrożne. Badanie opublikowane przez Organizację Pracodawców Usług IT (Software Development Association Poland - SoDA) wskazuje na spadek negatywnych ocen dotyczących przyszłości firmy w porównaniu do badania z poprzedniego roku. Łączny odsetek negatywnych odpowiedzi w lipcu 2022 (pierwsze badanie po ataku Rosji na Ukrainę) wynosił 37%, spadł w listopadzie 2022 do 32%, a w maju 2023 do 29%, choć jednocześnie przybyło ocen „bardzo negatywnych”.

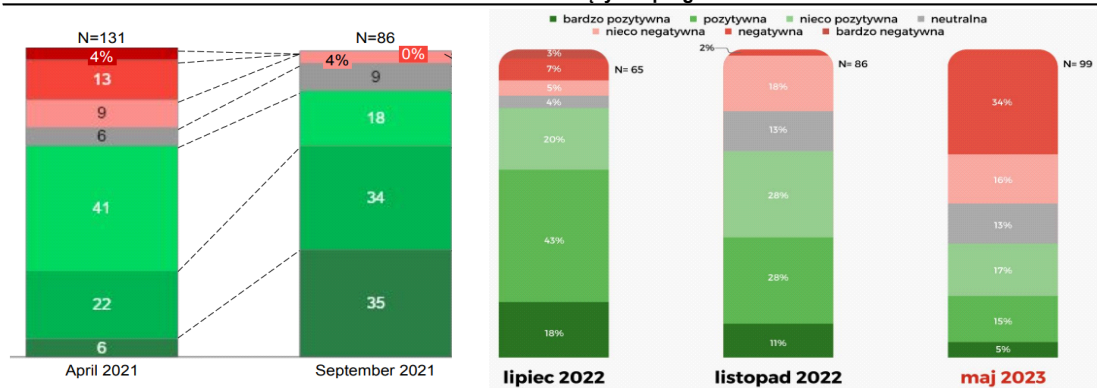
Ocena przyszłości firmy - badanie wśród firm tworzących oprogramowanie



Źródło: Barometr Nastrojów SoDA

Ochłodzenie na rynku pracy dla informatyków wynikające z mniejszej liczby zleceń pozwala jednocześnie firmom na łatwiejsze planowanie biznesu i tańsze pozyskiwanie kolejnych osób. Najgorszy okres niektóre firmy mają już za sobą. W badaniu dotyczącym poprzednich 12 miesięcy w firmie najgorszy wynik osiągnięto w maju '23 i był to zarazem okres gdzie różnica negatywnych odpowiedzi dotyczących historycznego okresu przewyższała najmocniej liczbę pesymistów jeśli chodzi o perspektywy (netto postrzeganie poprawy sytuacji firmy mimo pewnego spowolnienia w branży).

Ocena ostatnich 4 kwartałów w firmie - badanie wśród firm tworzących oprogramowanie



Źródło: Barometr Nastrojów SoDA

Prognoza wyników 2Q'23

Zakładamy zbliżony do 1Q wynik operacyjny w Software Mind oraz nieco lepszy q/q powtarzalny wynik w Fintechu. Jednocześnie przyjęliśmy, że spółka zaksięguje odpis należności związanych z kontraktem dla Peako, choć trudno nam oszacować ostateczną wartość i podejście audytora to tej kwestii. Rezerwa na ewentualne należności 2,1mln PLN sygnalizowana w komunikacie po rozwiązaniu umowy z Pekao dotyczy prac już wykonanych (część dotyczy I etapu, część II etapu prac). W Software Mind sezonowość jest mniejsza, ale najlepszy, podobnie jak w FinTechu, jest również czwarty kwartał (w tym pod koniec kwartału rozliczenia części kontraktów z sektora telekomunikacji), dlatego nie sądzimy, że przychody przebiją poziom 100mln PLN, co miało miejsce w 4Q22.

mIn PLN	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	Y/Y	Q/Q
Przychody	101,7	111,7	123,3	110,6	111,6	10%	1%
Przychody FinTech	15,3	16,0	19,9	14,9	16,8	10%	13%
Przychody Software Mind	84,8	94,7	102,0	94,9	94,1	11%	-1%
Przychody pozostałe	1,7	1,0	1,4	0,8	0,7	-58%	-9%
EBITDA	10,2	18,8	20,0	15,6	14,2	40%	-9%
EBIT	7,0	15,5	16,2	11,9	10,6	50%	-11%
EBIT FinTech	-0,6	0,1	1,8	-1,0	-2,2	-	-
EBIT Software Mind	8,1	15,6	18,6	13,1	13,2	62%	1%
EBIT pozostałe	-0,5	-0,2	-4,3	-0,1	-0,4	-	-
Zysk netto	3,0	5,6	5,3	2,8	2,2	-25%	-21%
Zysk netto skor.	2,1	6,2	8,5	2,8	3,9	90%	39%
P/E12M trailing	29,1	18,3	17,2	13,6	14,2		
P/E12M trailing skor.	26,8	16,6	12,9	11,6	10,6		
zmiana przychodów r./r.	120%	86%	73%	44%	10%		
marża EBITDA	10%	17%	16%	14%	13%		
marża EBIT	7%	14%	13%	11%	9%		
marża netto	3%	5%	4%	3%	2%		

Źródło: dane spółki, Trigon DM

Wycena Software Mind. Przyjęliśmy podobne parametry DCF jak w wycenie całej grupy Ailleron. Zakładamy udział mniejszości na poziomie 14% EV, betę 1,0, wzrost w TV 2,5% oraz podobną jak w Ailleron premię rynkową i WACC.

Software Mind wycena DCF

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	TV	
Przychody	390,7	437,6	516,3	562,8	607,8	644,3	673,3	700,2	721,2		
EBITDA	61,5	71,8	87,3	94,4	100,6	105,4	110,1	114,5	117,9		
EBIT	51,5	60,4	74,9	81,0	86,3	90,2	94,3	98,0	101,0		
Stopa podatkowa	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	20%		
NOPLAT	40,5	47,5	58,9	63,7	67,9	70,9	74,6	77,9	80,5		
Amortyzacja	10,0	11,4	12,4	13,4	14,3	15,2	15,8	16,5	17,0		
Nakłady inwestycyjne	-9,0	-10,1	-12,0	-13,1	-14,3	-15,1	-15,8	-16,5	-16,9		
Płatności leasingowe	-3,0	-3,1	-3,1	-3,2	-3,2	-3,3	-3,5	-3,6	-3,7		
Zmiana kapitału obrotowego	-1,3	-7,8	-14,2	-8,2	-7,9	-6,4	-6,5	-6,7	-6,9		
Przejęcia, inne korekty	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
FCF	37,2	37,9	41,9	52,6	56,8	61,3	64,6	67,6	70,0	796,8	
Dług / (Dług + Kapitał)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Stopa wolna od ryzyka	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,00%	
Premia rynkowa	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	
Beta niewarowana	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
Beta lewarowana	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
Koszt długu po podatku (%)	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,8%	5,8%	5,2%	
Koszt kapitału własnego (%)	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	11,5%	
WACC (%)	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	11,5%	
Suma PV FCF 2023-31	290										
Stopa wzrostu FCF TV	2,5%										
Zdyskontowana TV	304										
Dług netto, mniejszości, inne kor.	89										
Obecna wartość KW (mln PLN)	505										
W tym udział ALL w Software Mind	251										
							WACC TV				
							9,5%	10,5%	11,5%	12,5%	13,5%
					1,5%	534	502	476	455	437	
					2,0%	555	519	490	466	447	
					g	2,5%	579	537	505	478	457
						3,0%	607	558	521	492	468
						3,5%	639	583	540	507	481

Źródło: Trigon DM

Wycena porównawcza

Podmioty zagraniczne. W grupie porównawczej opartej na mnożnikach za lata 2023-25 prezentujemy tylko podmioty zagraniczne z uwagi na brak prognoz dla najbardziej zbliżonego profilem podmiotu z GPW, to jest Spyrosoft. Globalne benchmarki dla sektora software house to przede wszystkim Globant, Endava oraz Epam, a spółkami o podobnym profilu są także Grid Dynamics, Thoughtworks oraz Nagarro. Grupę uzupełniamy też spółkami z ekspozycją na podobnych klientów, ale z nieco większym udziałem outsourcingu i bardziej zróżnicowane biznesowo (Cognizant, Capgemini) oraz względnie dużymi podmiotami jak Kainos czy Perficient i mniejszymi reprezentantami sektora software house z Europy: Innofactor oraz IT Link. Zwracamy uwagę, że wynik Aillerona w 2023 roku istotnie obciąża strata na kontrakcie z Pekao i dopiero w roku 2024 spółka powinna raportować wyniki bardziej zbliżone do docelowego poziomu. Zestawienie z grupą podmiotów zagranicznych implikuje wycenę Ailleron **32,4 PLN na akcję**, 74% powyżej obecnej ceny rynkowej, jednak są to przeważnie podmioty dużo większe, z rozwiniętych rynków, dlatego nie uwzględniamy tej wyceny w kalkulacji ceny docelowej.

Porównanie do Spyrosoft. Na GPW oprócz wielokrotnie mniejszego Fabrity najbardziej zbliżoną profilem spółką jest Spyrosoft. Nie porównywalibyśmy Ailleron do produktowych spółek IT jak Shoper, LiveChat, Asseco BS, R22 czy Woodpecker, które stanowią odrębny segment rynku IT i oferują m.in. zupełnie inne możliwości skalowania biznesu oraz charakteryzują się wyższą docelową marżowością. Z kolei Comarch i Asseco oprócz części produktowej realizują też często kontrakty w formie Fixed-Price, zachowując prawa własności intelektualnej do wytworzonego oprogramowania, inaczej niż działający w formule Time and Material Software Mind. Wycena porównawcza względem Spyrosoft bazująca na skor. zysku netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej za ostatnie 12 miesięcy implikuje wycenę ALL **29,5 PLN na akcję**.

ALL: Wycena porównawcza

Spółka	MC [m EUR]	EV/EBITDA			P/E skor.		
		2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
GLOBANT SA	6 820	17,5	14,4	11,6	30,6	25,3	20,1
ENDAVA PLC- SPON ADR	2 396	10,9	10,5	8,6	16,7	16,4	13,7
EPAM SYSTEMS INC	12 763	15,1	13,9	11,7	23,9	21,9	18,3
GRID DYNAMICS HOLDINGS INC	729	12,5	10,3	7,3	31,9	25,7	18,8
THOUGHTWORKS HOLDING INC	1 463	14,4	10,7	7,6	39,5	19,2	11,8
CAPGEMINI SE	28 129	9,3	8,6	7,9	14,2	12,9	11,7
COGNIZANT TECH SOLUTIONS-A	31 728	10,1	9,3	8,4	15,6	14,6	13,2
PERFICIENT INC	1 895	12,5	11,3	10,4	14,9	14,1	13,3
KAINOS GROUP PLC	1 697	19,2	17,2	14,8	27,1	25,4	21,9
NAGARRO SE	1 027	10,2	8,2	7,0	17,6	13,4	11,1
INNOFACTOR OYJ	41	6,0	5,2	4,8	11,2	8,3	7,2
IT LINK SA	46	6,2	5,7	5,5	11,0	10,0	9,7
Mediana: spółki zagraniczne		11,7	10,4	8,2	17,1	15,5	13,3
AILLERON		8,9	6,7	5,3	13,9	10,0	7,9
Wy cena na akcję		32,5	41,8	38,3	22,7	28,5	30,7
Średnia wycena dla poszczególnych wskaźników			37,5			27,3	

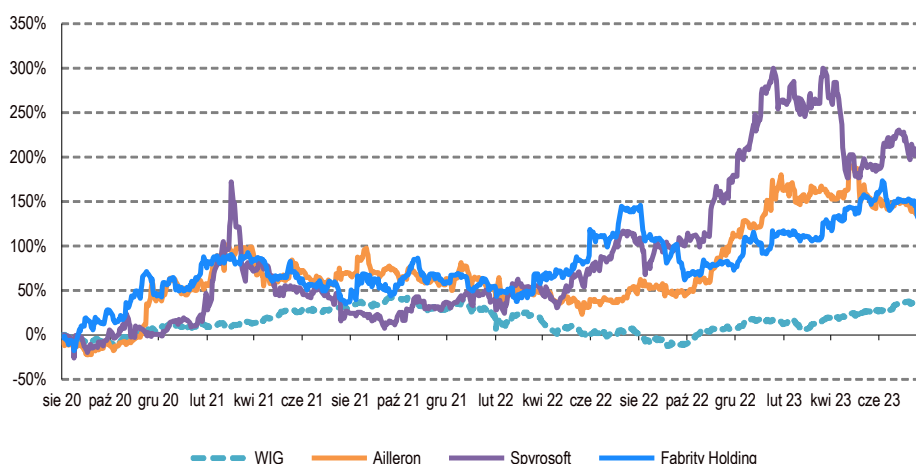
Źródło: Bloomberg, Trigon DM

średnia wycena **32,4**

Wycena vs. Spyrosoft

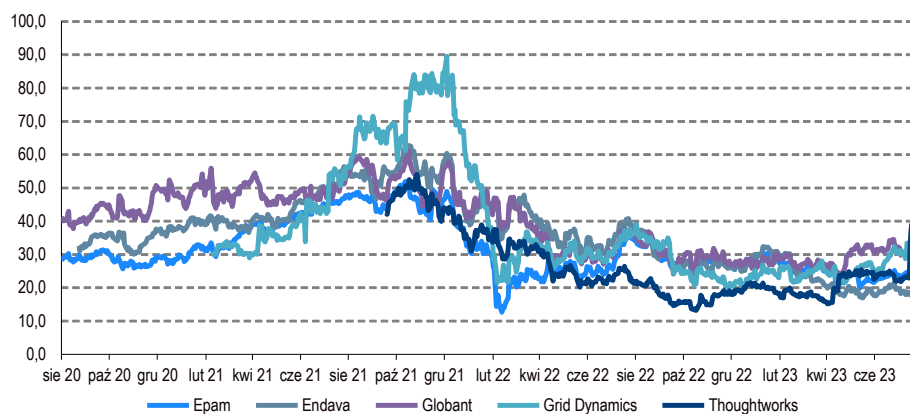
Spyrosoft P/E trailing	18,7
Ailleron zysk netto skor. LTM (mln PLN)	19,5
Wy cena Ailleron (mln PLN)	365
Wycena na akcję (PLN)	29,5

Notowania Ailleron na tle WIG i spółek z sektora w Polsce



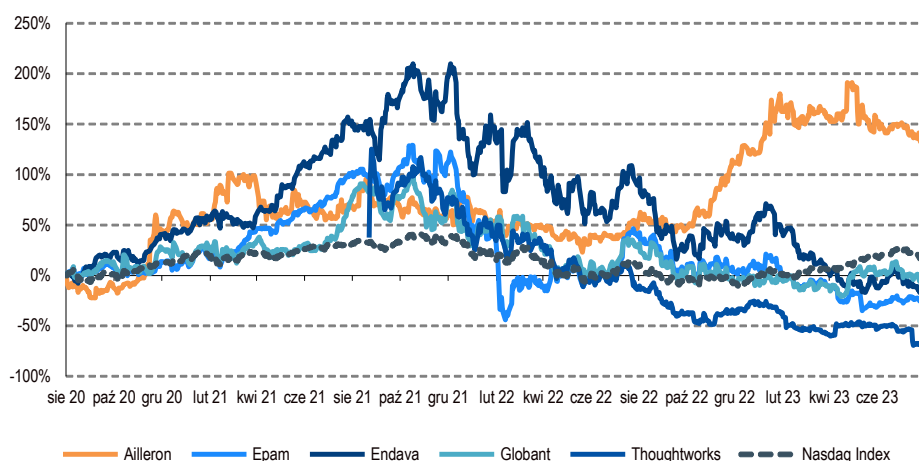
Źródło: Bloomberg

Wskaźnik forward P/E globalnych liderów sektora



Źródło: Bloomberg

Notowania Ailleron na tle zagranicznych spółek z sektora

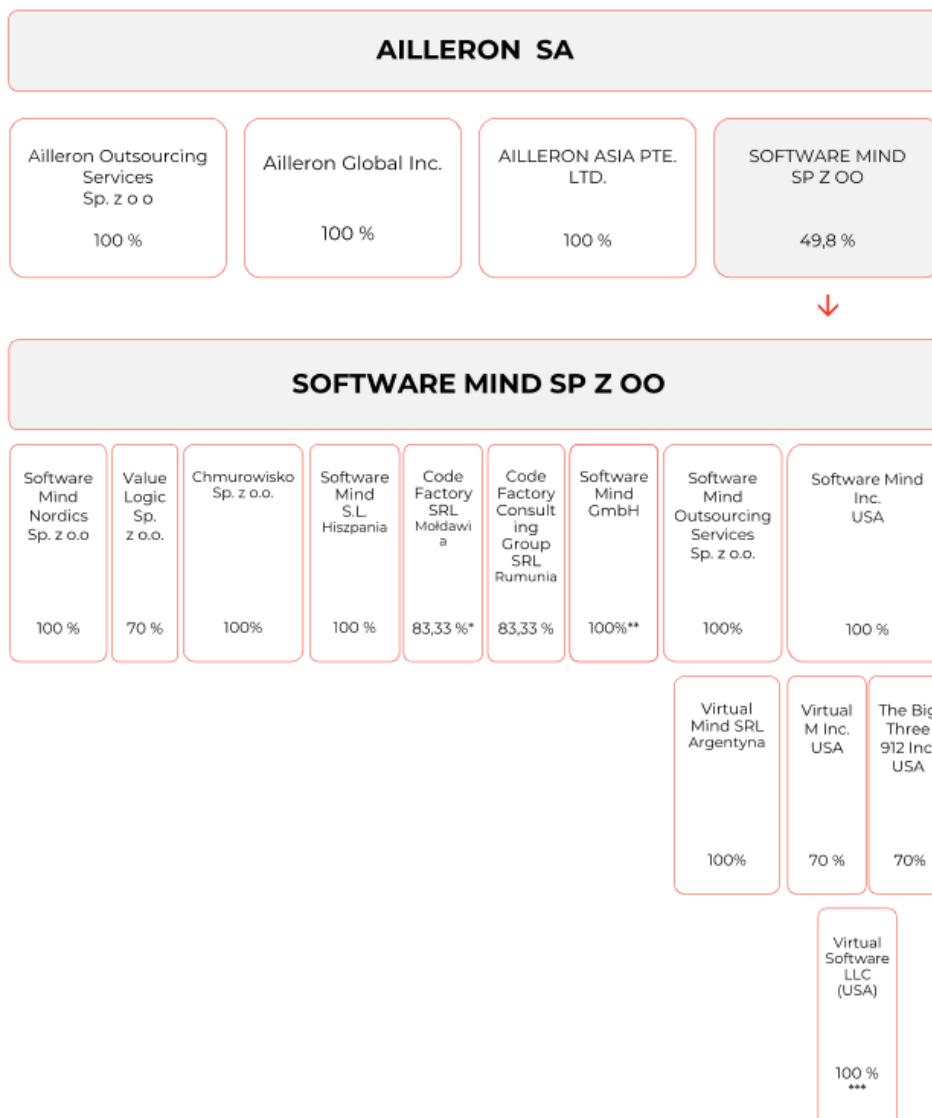


Źródło: Bloomberg

Model biznesowy i strategia

Usługi tworzenia oprogramowania oraz produkty dla branży finansowej i telekomunikacyjnej. Działalność grupy Ailleron skupia się na dwóch obszarach: 1) segment FinTech gdzie spółka dostarcza usługi rozwoju oprogramowania wspierane gotowymi platformami i komponentami Ailleron dla instytucji finansowych w Polsce i zagranicą oraz 2) segment Technology Services skupiony w spółce Software Mind, oferujący usługi tworzenia i rozwoju oprogramowania głównie dla klientów zagranicznych.

Struktura grupy Ailleron. Do akcjonariuszy Ailleron należy w 100% biznes Fintech, natomiast w grupie Software Mind Ailleron ma 49,8% udziałów, a 50,2% należy do funduszu Enterprise Investors. Część spółek zależnych należy w całości do Software Mind, natomiast w niektórych właścicielami mniejszościowych udziałów są lokalni partnerzy grupy. W szczególności w spółkach Code Factory (Rumunia, Mołdawia) odpowiadających za 27% przychodów grupy Software Mind w 2022 roku prawie 17% należy do lokalnych partnerów, a w Virtual Software LLC (16% przychodów SM w 2022 r., ale ponadprzeciętna marża netto) 30% należy do udziałowców mniejszościowych. W konsekwencji na akcjonariuszy Ailleron przypada praktycznie cały zysk generowany przez FinTech oraz nieco ponad 40% wyniku SM (zależnie od struktury wyniku w spółkach grupy).



* podwyższenie kapitału i objęcie nowych udziałów przez członków zarządu CF Mołdawia zostało zarejestrowane 27.01.2023 r. Przed tą datą i na dzień bilansowy 31.12.2022r. SM posiadał 100% udziałów w CF Mołdawia.

**rejestracja spółki SM GmbH nastąpiła 16.02.2023 r.

***Virtual M INC (USA) posiada 83%, a The Big Tree 912 INC (USA) 17% udziałów w Virtual Software LLC (USA)

Liczba klientów, zatrudnienie, spółki zależne. Grupa ma ponad 200 klientów, a jej rozwiązania wspierają 320 mln użytkowników końcowych. Ailleron działa w ponad 40 krajach, skupia 17 spółek w Europie, obu Amerykach oraz w Azji i na koniec 2022 roku zatrudniał w różnych formach ponad 1500 osób, w tym ponad 1100 w Polsce, około 200 w Mołdawii, 150 w Ameryce Łacińskiej oraz 70 w Rumunii.



FinTech. Ailleron świadczy usługi technologiczne dla banków, firm leasingowych, fintechów i innych podmiotów z branży finansowej. Tworzy innowacyjne rozwiązania IT w oparciu o technologię chmury, data science i sztuczną inteligencję.

Klienci FinTech. Do klientów Ailleron należą PKO Leasing, Citibank, Santander Leasing, Standard Chartered, Santander Bank Polska, EFL, Bank Polska Kasa Opieki, SGB-Bank, Santander Consumer Bank, Bank Pocztowy, Velo Bank.

Główne produkty i usługi spółki - Fintech:

LiveBank to SaaS-owa platforma konwersacyjna dla instytucji finansowych, które potrzebują prostego, szybkiego, bezpiecznego i niskokosztowego centrum obsługi wszystkich generacji klientów we wszystkich dostępnych kanałach komunikacji i jednoczesnej optymalizacji wydajności obsługi klienta. LiveBank jest wdrożony w dwóch z pięciu największych polskich banków (mBank, Santander). W 2015 produkt rozpoczął ekspansję międzynarodową, m.in. Niemcy (Commerzbank), Azja (wdrożenie w 9 krajach w banku Standard Chartered, 16 krajów regionu APAC i EMEA w Citibank), Grecja (Piraeus Bank), Actinver Bank w Meksyku, CommonWealth Indonezja, Sampath Bank Sri Lanka. Obecnie Spółka prowadzi rozwój LiveBank SaaS w modelu cloud. Pierwszą umowę na wdrożenie LiveBank w wersji cloud spółka zawarła z ING Bankiem Śląskim.

Kompleksowe usługi rozwoju oprogramowania dla firm i instytucji z branży finansowej, wspierane gotowymi rozwiązaniami i komponentami Ailleron. Oferta usług obejmuje takie obszary, jak data science, sztuczna inteligencja i uczenie maszynowe, rozwój aplikacji mobilnych i internetowych, DevOps i Cloud, projektowanie UX/UI czy architektura rozwiązań. Ailleron świadczy usługi w modelu dostosowanym do potrzeb każdego klienta i projektu – od konsultacji, poprzez staff augmentation i dedykowane zespoły, po model managed delivery. Uzupełnieniem oferty usług są gotowe rozwiązania i komponenty, które mogą być zintegrowane z systemami klientów, np. elementy bankowości mobilnej i internetowej, AI Banking, Appointment Manager czy eKYC. Z rozwiązań stworzonych przez Ailleron korzystają najwięksi przedstawiciele

branży finansowej, tacy jak Santander i BNP Paribas.

Leasetech. W ramach obszaru LeaseTech Ailleron wspiera firmy leasingowe w dostosowaniu się do świata cyfrowych relacji z klientami. Rozwiązania LeaseTech rewolucjonizują procesy sprzedażowe i posprzedażowe poprzez m.in. budowanie odpowiednich doświadczeń klientów oraz zaawansowaną automatyzację sprzedaży i obsługi klientów. Z oferty Ailleron w tym obszarze skorzystali m.in. Santander Leasing, PKO Leasing, EFL z grupy Credit Agricole czy BNP Paribas Leasing Solutions.

Technology Services. [Software Mind](#) świadczy usługi tworzenia oprogramowania dla innowacyjnych firm w Europie Zachodniej, w krajach nordyckich i Stanach Zjednoczonych w tym Dolinie Krzemowej oraz - pod marką [Amplitiv](#) - dla branży telekomunikacyjnej **Ekspozycja sektorowa obejmuje m.in. branżę finansową, medyczną, e-commerce oraz sports betting.** Zakres świadczonych usług obejmuje cały cykl tworzenia nowoczesnych aplikacji począwszy od projektowania interfejsów dopasowanych do indywidualnych potrzeb klientów, przez budowanie zorientowanych na usługi, wysokowydajnych architektur, aż do optymalizacji procesów utrzymania i rozwoju gotowych rozwiązań. **Oferta dla sektora telekomunikacji** obejmuje usługi budowy, rozwoju i utrzymania systemów dla operatorów komórkowych i telefonii stacjonarnej. Ailleron specjalizuje się w integracji z infrastrukturą telekomunikacyjną jak również w obszarach wsparcia biznesowego (CRM, Charging & Billing, Inventory Management, Service Assurance, Error Management). Spółka oferuje też specjalizowane platformy dla operatorów telekomunikacyjnych, głównie w obszarach Roamingu, Value Added Services i MTR: Poczta Głosowa nowej generacji, powiadomienia o dostępności w sieci po przekroczeniu granicy oraz kosztach połączeń, sterowanie zachowaniem telefonu w trakcie podróży zagranicznej, platformy typu Ring Back Tones. W 2019 roku Ailleron podpisał umowę ze szwajcarską firmą Comfone, dzięki której może oferować usługi Roamingowe w modelu chmurowym (PaaS – platform as a Service).

Klienci Software Mind. Wśród największych klientów segmentu Technology Services są Accountor, Branch, Corelogic, Phlexglobal, T-Mobile, Orange, Polkomtel, Play.

Struktura sprzedaży Software Mind w 1Q23: eksport 85%, kraj 15%



Źródło: Prezentacja Ailleron za 1Q'23

Strategia. Strategicznym celem jest rozwój dwóch niezależnych, rentownych i szybko rosnących międzynarodowo biznesów:

- 1) Pierwszy obszar, realizowany pod marką Ailleron, to **usługi i rozwiązania IT dla instytucji i firm z branży finansowej.** Strategia rozwoju Financial Technology Services zakłada znaczące zwiększenie skali działalności przez koncentrację na kompleksowych usługach rozwoju oprogramowania wspieranych gotowymi platformami i komponentami Ailleron dla instytucji finansowych w Polsce i zagranicą przy równoczesnym **ograniczeniu produkcji we własne produkty.** Celem jest pozycjonowanie spółki przede

wszystkim nie jako dostawcy produktów, ale jako dostawcy usług programistycznych. Docelowo spółka chciałaby w segmencie FinTech osiągnąć porównywalną rentowność i zdolność do generowania gotówki jak w Software Mind. **Celem przychodowym na rok 2026 jest wzrost przychodów o 2-2,5x w stosunku do roku 2022.** W obszarze **bankowości** strategia przewiduje realizację dedykowanych projektów w modelu Time and Material oraz dostarczanie gotowych komponentów produktowych, wcześniej rozwiniętych w grupie, przyspieszających realizację projektów. W **leasingu** pozostawiona zostanie sprzedaż rozwiązań produktowych (LeaseTech Consumer Platform, LeaseTech Front Office), ale zostanie zwiększony nacisk na sprzedaż usług programistycznych.

- 2) Drugi obszar to **budowa globalnego software house'u** pod marką Software Mind wspólnie z funduszem Enterprise Investors, przez wzrost organiczny oraz akwizycje. Kluczowe rynki jeśli chodzi o odbiorców usług to dla spółki **USA, DACH, UK oraz rynki nordyckie**. W 2023 możliwe są kolejne akwizycje, a na zachodnich rynkach budowane są zintegrowane zespoły sprzedażowe. W tym roku powinna zakończyć się już w pełni integracja podmiotów przejętych w 2022 r. **W perspektywie kilkuletniej oczekiwany jest stały wzrost rynku usług informatycznych o 10-20% rocznie**, na co wpłyną tendencje rynkowe takie jak digitalizacja biznesów i procesów, przejście do rozwiązań chmurowych oraz zastosowanie sztucznej inteligencji przy jednoczesnym strukturalnym deficycie programistów na największych rynkach IT (USA, Europa Zachodnia). W perspektywie kilku lat Software Mind może zadebiutować na zagranicznej giełdzie

Program motywacyjny. We wrześniu 2021 akcjonariusze uchwalili 4-letni program opcji menedżerskich uprawniający do objęcia 821 tys. nowych akcji. Ostatecznie w listopadzie 2021 Rada Nadzorcza uchwaliła szczegóły programu i przypisała osobom uprawnionym 640 tys. warrantów subskrypcyjnych imiennych. Cele programu stanowiące warunek objęcia akcji to zwiększenie kursu akcji względem średniego kursu z okresu maj-lipiec 2021 (13,09 PLN), zwiększenie skorygowanego zysku netto na akcję względem wyniku z 2020 roku (EPS 0,76) o odpowiednie mnożniki w latach 2022-25, zależnie od transzy (w tym do EPS 2,24 PLN w 2025, co odpowiada prawie 28mln PLN zysku netto oraz podwojenie kursu do 2025 r., czyli do 26,18 PLN minus dywidendy do tego okresu). Akcje będą nabywane po 2,5 PLN. Widzimy dość duże prawdopodobieństwo spełnienia warunków do objęcia akcji w kolejnych latach. W pierwszej transzy ostatecznie zawarto umowy na jedynie 69,79 tys. akcji, ale w kolejnych latach zakładamy już ponad 100 tys. przyznawanych akcji (przy dzisiejszej cenie rynkowej uprawniony menadżer zarabia teoretycznie ponad 16 PLN na każdej otrzymanej akcji). W naszej wycenie DCF uwzględniamy w średnim okresie 1,5-2,0mln PLN wynagrodzenia z tytułu kosztu programu motywacyjnego rocznie oraz ponad 2mln PLN w długim okresie, przy wzroście proporcjonalnym do dynamiki przychodów.

Czynniki ryzyka

- **Ryzyko związane ze wzrostem konkurencji.** Grupa jest stosunkowo niewielkim podmiotem, zależnym od sytuacji rynkowej. Wielu z konkurentów Ailleron to międzynarodowe korporacje z większym zapleczem finansowym, będące w stanie zainwestować znaczne środki w ekspansję rynkową. Grupa Ailleron od lat ma jednak stałych klientów oraz generuje wysoką marżę na tle konkurencji. W ostatnich latach rośnie też szybciej od rynku i nie widzimy dużego ryzyka utraty udziałów rynkowych.
- **Ryzyko utraty klientów.** W roku 2022 ani 2021 Ailleron nie miał klienta od którego uzyskałby więcej niż 10% przychodów grupy. Głównymi odbiorcami produktów grupy są jednak m.in. duże spółki należące do wybranych sektorów w tym kilka dużych sieci telefonii komórkowej oraz kilka instytucji finansowych. Zaprzestanie współpracy z jednym z dużych odbiorców może skutkować znacznym zmniejszeniem przychodów.
- **Ryzyko utraty kluczowych pracowników.** Zasoby ludzkie to kluczowe aktywo grupy. Dotychczasowa polityka personalna, programy motywacyjne i dość niska rotacja kluczowych pracowników wskazują, że grupa jak dotąd odpowiednio adresowała ten czynnik ryzyka.
- **Ryzyko nieudanych przejęć.** 50,2% udziałów w Software Mind posiada fundusz private equity, którego horyzont inwestycyjny jest kilkuletni. Dążenie do szybkiego wzrostu i zbudowania wartości spółki poprzez m.in. finansowanie dłużne może doprowadzić do nieudanych transakcji, a w krótkim terminie obniżyć potencjał do wypłaty dywidendy.
- **Ryzyko związane z niewywiązywaniem się klientów z dotrzymania terminów płatności.** Zwracamy uwagę na wysoki poziom należności w grupie, który na koniec 2022 roku wynosił 94mln PLN (to jest ponad 7 PLN na akcję ALL, ale większość w Software Mind, gdzie do akcjonariuszy ALL przypisana jest niecałą połowa wyniku). Mimo istotnego zaangażowania kapitału pracującego historycznie odpisy należności były nieznaczne, a ryzyko wystąpienia znaczących odpisów jest naszym zdaniem umiarkowane, biorąc pod uwagę zaplecze finansowe największych partnerów grupy. Spółki z Grupy Ailleron działają w różnych sektorach / wertykałach jak banki, firmy leasingowe, branża finansowa, branża telekomunikacyjna, ecommerce, healthcare czy online sports betting. W związku z tym pod względem branżowym nie dochodzi do pełnej koncentracji ryzyka kredytowego.
- **Ryzyko walutowe.** Przychody z eksportu w 2022 roku stanowiły 76% przychodów grupy (w tym klienci zagraniczni zafakturowani przez ich polskie przedsiębiorstwa), w tym USA 27%, a Unia Europejska 38%. Nagłe osłabienie USD czy EUR do PLN może skutkować spadkiem przychodów wyrażonych w PLN i przełożyć się w krótkim okresie na spadek marży, zanim spółka dostosuje stawki w kontraktach. Pewna część ryzyka jest zabezpieczana przez hedging walutowy. W sprawozdaniu za rok 2022 spółka wskazała, że sprzedaż w walucie innej niż sprawozdawcza (PLN) stanowiła 60%, natomiast zakupy w walucie innej niż sprawozdawcza to 29% zakupów grupy.
- **Ryzyko roszczeń od Pekao w związku z wypowiedzeniem umowy.** Zgodnie z komunikacją Zarządu wartość roszczeń o jakie może ubiegać się Pekao nie powinna przekroczyć wartości rocznych przychodów z kontraktu to jest około 4mln PLN, co stanowi mniej niż 2% kapitalizacji spółki. Ewentualny spór sądowy rozstrzygnięty zostałby prawdopodobnie dopiero za kilka lat.

Rachunek wyników (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	156,2	212,4	410,1	463,3	512,3	601,3
Przychody FinTech	48,8	56,4	64,0	70,5	72,6	82,8
Przychody Software Mind	101,7	153,4	344,4	390,7	437,6	516,3
Przychody pozostałe	5,7	7,0	5,1	2,1	2,1	2,2
EBIT FinTech	0,1	2,7	-1,5	-1,3	6,9	8,7
EBIT Software Mind	17,0	24,6	55,6	51,5	60,4	74,9
EBIT pozostałe	-1,3	0,1	-2,4	0,0	0,0	0,0
EBITDA	23,8	35,7	61,1	64,0	82,9	100,4
EBITDA skor.	23,8	35,7	61,1	64,0	82,9	100,4
Amortyzacja	-8,3	-8,3	-13,0	-14,7	-16,9	-18,4
EBIT	15,5	27,4	48,2	49,3	66,0	81,9
Wynik na działalności finansowej	0,0	-0,2	-0,3	-1,4	-1,6	-1,6
Zysk brutto	13,5	25,5	47,9	47,9	64,4	80,4
Podatek dochodowy	-4,1	-8,5	-9,3	-10,2	-13,8	-17,2
Zysk mniejszości	0,0	-9,6	-25,3	-23,0	-27,9	-34,6
Zysk netto	9,4	7,4	13,2	14,6	22,7	28,6
Zysk netto skor.	9,4	7,4	17,7	16,3	22,7	28,6

marża brutto ze sprzedaży	65,1%	72,2%	84,0%	84,3%	85,4%	85,9%
marża EBITDA	15,3%	16,8%	14,9%	13,8%	16,2%	16,7%
marża EBITDA skor.	15,3%	16,8%	14,9%	13,8%	16,2%	16,7%
marża EBIT	9,9%	12,9%	11,7%	10,6%	12,9%	13,6%
marża netto skor.	6,0%	3,5%	4,3%	3,5%	4,4%	4,8%

zmiana przychodów r./r.	11%	36%	93%	13%	11%	17%
zmiana wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	45%	47%	64%	3%	20%	21%
zmiana EBITDA skor. r./r.	91%	50%	71%	5%	29%	21%
zmiana EBIT r./r.	278%	76%	76%	2%	34%	24%
zmiana zysku netto skor. r./r.	-	-22%	139%	-8%	39%	26%

Źródło: Spółka, Trigon DM

	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
Przychody	71,4	76,7	101,7	111,7	123,3	110,6
Przychody FinTech	19,3	12,8	15,3	16,0	19,9	14,9
Przychody Software Mind	49,8	62,9	84,8	94,7	102,0	94,9
Przychody pozostałe	2,2	1,0	1,7	1,0	1,4	0,8
EBIT FinTech	4,4	-2,7	-0,6	0,1	1,8	-1,0
EBIT Software Mind	7,4	13,2	8,1	15,6	18,6	13,1
EBIT pozostałe	0,6	-1,0	-0,5	-0,2	-4,3	-0,1
EBITDA	14,4	12,2	10,2	18,8	20,0	15,6
EBITDA skor.	14,4	12,2	10,2	18,8	20,0	15,6
Amortyzacja	-2,1	-2,8	-3,2	-3,3	-3,8	-3,7
EBIT	12,3	9,4	7,0	15,5	16,2	11,9
Wynik na działalności finansowej	1,8	-3,2	3,8	1,5	-2,4	-0,5
Zysk brutto	14,1	6,2	10,8	17,0	13,9	11,4
Podatek dochodowy	-3,5	-2,2	-2,3	-4,7	-0,1	-3,3
Zysk mniejszości	-4,4	-4,6	-5,6	-6,7	-8,5	-5,3
Zysk netto	4,5	-0,7	3,0	5,6	5,3	2,8
Zysk netto skor.	4,6	0,9	2,1	6,2	8,5	2,8

marża EBITDA skor.	20,2%	15,9%	10,0%	16,8%	16,2%	14,1%
marża EBIT	17,2%	12,3%	6,9%	13,9%	13,1%	10,8%
marża netto skor.	6,4%	1,1%	2,0%	5,5%	6,9%	2,6%

zmiana przychodów r./r.	-	96,9%	119,9%	85,6%	72,7%	44,1%
zmiana EBITDA skor. r./r.	-	95,7%	40,7%	138,9%	38,4%	28,2%
zmiana EBIT r./r.	-	126,8%	57,8%	138,3%	31,7%	26,6%
zmiana zysku netto skor. r./r.	-	-52,2%	1965,0%	506,8%	87,7%	231,8%

Źródło: Spółka, Trigon DM

Bilans (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	74	98	210	217	222	227
Rzeczowe aktywa trwałe	26	23	28	32	35	37
Wartości niematerialne i prawne	6	18	29	33	35	37
Wartość firmy	39	55	150	150	150	150
Należności długoterminowe	0	0	0	0	0	0
Inwestycje długoterminowe	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	3	2	3	3	3	3
Aktywa obrotowe	89	181	209	235	280	342
Zapasy	5	1	1	1	1	1
Należności handlowe	55	63	99	111	123	145
Pozostałe	4	5	21	21	21	21
Gotówka	24	111	89	102	135	175
Aktywa	163	279	419	452	502	568
Kapitał własny	95	133	142	144	161	183
Kapitał zakładowy	42	42	42	42	42	42
Pozostałe	44	83	87	87	96	112
Zysk (strata) netto	9	7	13	15	23	29
Kapitały mniejszości	0	82	116	139	167	201
Zobowiązania długoterminowe	24	19	85	88	90	91
Zobowiązania oprocentowane	21	18	84	87	89	91
Pozostałe	3	1	1	1	1	1
Zobowiązania krótkoterminowe	44	45	77	81	85	92
Zobowiązania oprocentowane	14	5	15	15	15	15
Zobowiązania handlowe	15	19	33	37	41	49
Pozostałe	15	21	29	29	29	29
Pasywa	163	279	419	452	502	568
Kapitał obrotowy netto	46	45	66	75	83	97
Dług netto	10	-89	9	0	-32	-70
Dług netto skor.	10	-52	7	3	-15	-38
Dług netto/EBITDA (x)	0,4	-2,5	0,1	0,0	-0,4	-0,7
Dług netto/kapitał własny (x)	0,1	-0,7	0,1	0,0	-0,2	-0,4
ROE (%)	20%	6%	13%	11%	15%	17%
ROA (%)	12%	3%	5%	4%	5%	5%
Cykl konwersji gotówki (dni)	80	137	103	119	122	119
Cykl rotacji zapasów (dni)	-9	-8	-1	-1	-1	-1
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	64	101	72	83	84	81
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	-25	-44	-32	-37	-39	-38

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	26	26	46	44	60	67
Zysk (strata) netto	9	7	13	15	23	29
Amortyzacja	8	8	13	15	17	18
Zmiany w kapitale obrotowym	-46	1	-21	-9	-8	-14
Zmiana zapasów	-5	4	0	0	0	0
Zmiana należności handlowych	-55	-8	-36	-13	-12	-21
Zmiana zobowiązań handlowych	15	4	14	4	4	7
Pozostałe	54	9	41	23	28	35
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-3	-28	-127	-16	-16	-17
CAPEX	-2	-12	-27	-16	-16	-17
Pozostałe	-1	-16	-100	0	0	0
Przepływy z działalności finansowej	-4	90	59	-15	-10	-11
Zmiana zobowiązań oprocentowanych	2	97	69	3	2	2
Wpływy z emisji akcji	0	0	0	0	0	0
Dywidenda	0	-4	-4	-12	-6	-6
Pozostałe	-5	-4	-6	-6	-6	-6
Przepływy pieniężne netto	19	88	-22	12	34	40
Środki pieniężne na początek okresu	4	24	111	89	102	135
Środki pieniężne na koniec okresu	24	111	89	102	135	175

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



CEE EQUITY RESEARCH

Grzegorz Kujawski, Head of Research

Consumer, E-commerce, Financials

Maciej Marcinowski, Deputy Head of Research

Strategy, Banks, Financials

Kacper Koproń

Gaming, TMT

Katarzyna Kosiorek

Biotechnology

Michał Kozak

Oil&Gas, Chemicals, Utilities

Dominik Niszczyński

TMT, E-commerce

Łukasz Rudnik

Industrials, Metals&Mining

David Sharma

Construction, Real Estate

Piotr Rychlicki

Junior Analyst

Piotr Chodyra

Junior Analyst

EQUITY SALES

Grzegorz Skowroński

SALES TRADING

Paweł Szczepański, Head of Sales

Michał Sopiński, Deputy Head of Sales

Paweł Czupryński

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 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 wpływów 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

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – Ailleron 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: Dominik Niszcz

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 metodę DCF oraz wycenę porównawczą.
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 nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.

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

Postępując 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 sporządzeniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanimi a Emitentem nie występuje konflikt interesów. Na datę sporządzenia Dokumentu Dom Maklerski nie posiada akcji Emitenta. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy 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.

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.

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, www.trigon.pl, zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;
 - wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumencie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu.
- Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data sporządzenia: 30 sierpnia 2023r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 30 sierpnia 2023 r. godz. 7:30