

# Flash Note

CEE | Equity Research

## Ailleron (Kupuj, 28 PLN)

Wyniki za 3Q23 pod wpływem negatywnych one-offów, lekki spadek rentowności w Software Mind [negatywne]

mIn PLN	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	Y/Y	Q/Q	3Q23E	Kons.
Przychody	111.7	123.3	110.6	115.7	114.4	2%	-1%	115.7	117.6
Przychody FinTech	16.0	19.9	14.9	14.8	19.9	24%	34%	16.9	
Przychody Software Mind	94.7	102.0	94.9	100.2	94.1	-1%	-6%	98.5	
Przychody pozostałe	1.0	1.4	0.8	0.7	0.4	-64%	-49%	0.3	
EBITDA	18.8	20.0	15.6	13.7	10.7	-43%	-22%	18.7	17.9
EBIT	15.5	16.2	11.9	9.8	7.9	-49%	-20%	14.8	14.3
EBIT FinTech	0.1	1.8	-1.0	-2.5	-1.4	-	-	0.4	
EBIT Software Mind	15.6	18.6	13.1	15.0	11.9	-24%	-21%	14.6	
EBIT pozostałe	-0.2	-4.3	-0.1	-2.7	-2.6	-	-	-0.2	
Zysk netto	5.6	5.3	2.8	1.8	-3.9	-	-	5.0	6.3
P/E12M trailing	21.3	20.0	15.8	17.0	43.9				
zmiana przychodów r./r.	86%	73%	44%	14%	2%				
marża EBITDA	17%	16%	14%	12%	9%				
marża EBIT	14%	13%	11%	8%	7%				
marża netto	5%	4%	3%	2%	-				

Źródło: dane spółki, Trigon DM

**Komentarz. #Fintech.** Zarząd wskazuje na negatywny wpływ realizowanego kontraktu z Peako i odpisów na wynik operacyjny segmentu na łącznie 6,7mln PLN po trzech kwartałach, wobec 4,6mln PLN wpływu po pierwszym półroczu. Po oczyszczeniu o stratę 2,1mln PLN w 3Q23 wynik FinTechu wyniósłby 0,7mln PLN, co oznacza rentowność operacyjną w wysokości niecałych 4% (także 4% w 1-3Q23), ale przypominamy, że dużą część wyniku generuje w tym biznesie ostatni kwartał i w całym roku oczyszczona marża powinna być wyższa. Na plus odbieramy wzrost przychodów raportowanych o 24% r/r do 20mln PLN, a po korekcie o zeszlatorczne przychody z Pekao wzrost wyniósłby aż 32%. Sądzymy, że na konferencji Zarząd wyjaśni dlaczego mimo tak znacznego wzrostu przychodów oczyszczona marża nie wzrosła mocniej. Dodatkowo spółka zaksięgowwała niższe o 2,4mln PLN od naszych prognoz saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych (poza segmentami, jednak z wpływem na skonsolidowany EBIT), które jak rozumiemy również związane są z kontraktem z Pekao, ale zostały zaksięgowane poza wynikiem biznesowym FinTechu. **Wyniki FinTechu odbieramy neutralnie:** z jednej strony pozytywnie zaskakują przychody, z drugiej rentowność nie jest jeszcze na satysfakcjonującym poziomie, choć kluczowy będzie ostatni kwartał.

**#Software Mind.** Przychody były o 5% niższe od naszych oczekiwań, a jednocześnie pogorszyła się marża operacyjna z 14,4% w 1H23 do 12,6%, mimo deklarowanego przez Zarząd celu utrzymania w tym roku rentowności. Biorąc pod uwagę silne umocnienie złotego w ostatnich tygodniach obawiamy się, że Zarząd wycofa się z deklaracji utrzymania marży z pierwszego półrocza jako celu w całym 2023 roku. Na niższą marżowość kwartału wpłynął brak rozliczeń kontraktów w obszarze telekomunikacji jaki miał miejsce w 2Q23. **Rezultaty Software Mind oceniamy negatywnie:** po raz pierwszy spółka pokazała spadek przychodów r/r mimo umiarkowanie optymistycznego outlooku prezentowanego przy okazji konferencji po wynikach z pierwsze półrocze, po którym organiczny wzrost sprzedaży przekraczał 20% (cyt. za PAP: „Odnosnie Software Mind, to czego możemy się spodziewać w następnych kwartałach, miesiącach (...) wydaje nam się, że dynamika wzrostów jeśli chodzi o naszych klientów powinna być lepsza.”). W tym kontekście obawiamy się, że inwestorzy mogli oczekiwać nieco lepszych dynamik szczególnie, że konferencja podsumowująca półrocze odbyła się w ostatnim tygodniu 3Q23. Poniżej wyniku operacyjnego negatywnie zaskoczyło saldo kosztów finansowych (-7mln PLN), co wynika jednak w dużym stopniu z przeszacowania wyceny kredytu Software Mind denominowanego w obcych walutach i powinno w znacznym stopniu odwrócić się w kolejnym kwartale.

**Podsumowując,** oczekujemy negatywnej reakcji z uwagi na słabszy wynik w Software Mind i kilka negatywnych one-offów obciążających raportowany wynik. Oczyszczając wynik netto o około 4mln PLN (po podatku) wpływu kontraktu z Pekao oraz około 3mln PLN przypisane akcjonariuszom jednostki dominującej związane z kosztami finansowymi, w tym głównie wycena bilansowa kredytu w EUR, to jest łącznie prawie 7mln PLN skor. wynik netto wyniósłby bliżej 3mln PLN, poniżej naszych założeń 5mln PLN. Na konferencji spółka powinna zaprezentować własne wyliczenia (niestety w przeciwieństwie do raportu za 1H23 w obecnym nie znaleźliśmy kwoty skorygowanego zysku netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej). W okresie 4Q22-2Q23 skor. wynik netto szacujemy na 18mln PLN, co implikuje wynik LTM zbliżony do 21mln PLN. W tym kontekście nasza przyszlatorczna prognoza zysku netto w wysokości 25mln PLN pozostaje realna, choć istotne będzie jak spółka poradzi sobie z ostatnim umocnieniem PLN. Oczekiwana słabość na dzisiejszej sesji wykorzystalibyśmy do zwiększenia zaangażowania szczególnie przy ewentualnych poziomach poniżej 20 PLN na akcję. **Dominik Niszczyński**

### ALL: Prognozy i wskaźniki

mIn PLN	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przychody	156	212	410	467	523	614
EBITDA	24	36	61	71	89	106
EBIT	16	27	48	55	71	87
Zysk netto	9	7	13	18	25	31
EPS (PLN)	0.76	0.60	1.07	1.42	2.04	2.53
P/E (x)	28.0	35.8	20.0	15.1	10.5	8.5
EV/EBITDA (x)	23.9	15.0	10.3	8.8	6.9	5.5
P/BV (x)	2.8	2.0	1.9	1.9	1.7	1.5
DY (%)	0.0%	1.5%	1.5%	4.7%	2.3%	2.3%

Źródło: dane spółki, Trigon DM

DANE SPÓŁKI			
Ticker	ALL		
Sektor	IT		
52 tyg. min/max (PLN)	12.5	24.2	
Liczba akcji (mIn szt.)	12.4		
Kapitalizacja (mIn PLN)	264		
Free-float	39.6%		
Śr. obroty 3M (mIn PLN)	0.19		
	1M	3M	1Y
Zmiana kursu	12.1%	14.8%	67.7%

## 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: [recepca@trigon.pl](mailto:recepca@trigon.pl)



**NAGRODY  
PSIK**  
2017



### 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

Trigon Dom Maklerski S.A. | ul. Mogilska 65 | 31-545 Kraków | Sąd Rejonowy dla Krakowa-Śródmieścia w Krakowie XI Wydział Gospodarczy KRS | NIP 676-10-44-221 | KRS 00000331118. Trigon Dom Maklerski S.A. działa pod nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejsze opracowanie ma charakter promocyjny i zostało przygotowane przez zespół analityczny Trigon Dom Maklerski S.A. wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów "Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715). Przedstawione dane historyczne odnoszą się do przeszłości. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Trigon Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych, nie gwarantuje także dokładności ani kompletności opracowania, nie udziela również żadnego zapewnienia, że podane w opracowaniu twierdzenia dotyczące przyszłości sprawdzą się. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie lub wykorzystywanie w jakikolwiek inny sposób w części lub całości niniejszego opracowania wymaga uprzedniej pisemnej zgody Trigon Domu Maklerskiego S.A.