

# Flash Note

CEE | Equity Research

## Ailleron (Kupuj, 26 PLN)

**Wyniki za 4Q23 poniżej oczekiwań, one-offy w Software Mind, słaby FinTech [negatywne]**

mIn PLN	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	Y/Y	Q/Q	4Q23E	Kons.
Przychody	123.3	110.6	115.7	114.4	126.2	2%	10%	120.8	126.0
Przychody FinTech	19.9	14.9	14.8	19.9	24.1	21%	21%	21.9	
Przychody Software Mind	102.0	94.9	100.2	94.1	101.4	-1%	8%	98.4	
Przychody pozostałe	1.4	0.8	0.7	0.4	0.8	-45%	116%	0.4	
EBITDA	20.0	15.6	13.7	10.7	10.1	-50%	-6%	14.6	15.6
EBIT	16.2	11.9	9.8	7.9	6.0	-63%	-24%	12.3	12.7
EBIT FinTech	1.8	-1.0	-2.5	-1.4	-2.3	-	-	0.0	
EBIT Software Mind	18.6	13.1	15.0	11.9	8.9	-52%	-25%	12.8	
EBIT pozostałe	-4.3	-0.1	-2.7	-2.6	-0.7	-	-	-0.5	
Zysk netto	5.3	2.8	1.8	-3.9	3.6	-32%	-	6.7	8.2
P/E12M trailing	16.8	13.3	14.3	37.0	51.2				
zmiana przychodów r./r.	73%	44%	14%	2%	2%				
marża EBITDA	16%	14%	12%	9%	8%				
marża EBIT	13%	11%	8%	7%	5%				
marża netto	4%	3%	2%	-	3%				

Źródło: dane spółki, Trigon DM

W załączonej tabeli prezentujemy wynik EBITDA jako EBIT powiększony o amortyzację. Ailleron w sprawozdaniu pokazuje EBITDA w odniesieniu do wyniku segmentów, przed pozostałymi kosztami i przychodami operacyjnymi.

### #FinTech

- Wzrost przychodów o 21% r/r do 24mln PLN, o 2mln PLN powyżej naszych prognoz;
- Strata operacyjna 2mln PLN, o 2mln PLN gorzej niż szacowaliśmy;
- W 2023 roku negatywny wpływ kontraktu z Pekao na wynik został oszacowany na 11,7mln PLN jako suma następujących efektów: 1) brak rozpoznania przychodu z prac wykonanych w 2023 i odpis należności dotyczących projektu, 2) koszty całego zespołu projektowego. W 4Q23 wpływ powyższych czynników wyniósł 0,9mln PLN;
- Capex w spółce matce wyniósł 9,9mln PLN w całym roku 2023, przy czym 1,0mln PLN w 4Q23 wobec średnio 2,9mln PLN kwartalnie w 1-Q23. Koszty osobowe pracujących nad rozwojem produktów (m.in. LiveBank) w dużym stopniu przestały już być kapitalizowane w 4Q23, co jak rozumiemy mogło mieć wpływ na wynik kwartału w wysokości 1-2mln PLN. Nie wiemy czy spółka znalazła już zadania dla tych pracowników w innych obszarach z bezpośrednim przełożeniem na przychody.

### #SoftwareMind

- Przychody niższe o 1% r/r, EBIT raportowany 8,9mln PLN wobec 11,9mln PLN w poprzednim kwartale
- Utworzenie odpisu na należności u klienta z rynku niemieckiego w wysokości 2,2mln PLN
- Wpływ hiperinflacji w Argentynie wpłynął negatywnie na wycenę aktywów spółki zależnej (2,3mln PLN)
- Po oczyszczeniu o powyższe one-offy wynik operacyjny w Software Mind wyniósłby ponad 13mln PLN, to jest zgodnie z naszymi szacunkami (przyjmując, że powyższe efekty dotyczyły wyniku operacyjnego i że w całości wystąpiły w 4Q23 – w opisie spółka odnosi się do całego roku 2023, ale nie wspominała o nich w raporcie za 3Q).

**Komentarz. Negatywne.** Wyniki co prawda zostały ponownie obciążone negatywnymi one-offami (co niestety stało się już tradycją roku 2023), ale obawiamy się, że reakcja rynku skupi się na raportowanych liczbach, w szczególności na słabym wyniku operacyjnym w FinTechu. **#Fintech.** Niższy capex oznaczał wzrost kosztów pracowniczych w samym 4Q23. Jednocześnie blisko 1mln PLN wpływu na wynik miały koszty zespołu dedykowanego do obsługi Pekao i inne koszty związane z kontraktem, być może koszty obciążały też koszty obsługi prawnej. Po oczyszczeniu o powyższe efekty wynik był jednak nadal słaby i to mimo pozytywnego zaskoczenia na przychodach. Zakładamy, że zarząd odniesie się do tej kwestii na konferencji po wynikach. Wyniki segmentu odbieramy jako rozczarowujące, ale przypominamy, że jego waga w naszej wycenie ALL to tylko kilkanaście procent. EBIT w FinTechu za rok 2023 to -7,2mln PLN, a bez wspomnianego efektu Pekao zysk wyniósłby 4,5mln PLN. **#Software Mind.** Biorąc pod uwagę bardzo niekorzystną zmianę kursów walutowych (w tym USD do PLN średnio w kwartale słabszy o prawie 12% r/r) oraz uwzględniając jednorazowe zdarzenia, marża po oczyszczeniu o one-offy była dość dobra na poziomie niskich kilkunastu procent. Odpis należności na 2mln PLN wynika z ostrożnego podejścia księgowego i nie jest wykluczone, że będzie odwrócony. Wyniki Software Mind oceniamy neutralnie. **#Outlook.** Sytuacja na rynku globalnym pozostaje trudna. Zwracamy uwagę na guidance Epam ([LINK](#)) sprzed dwóch tygodni, wskazujący na spadek oczekiwanych przychodów w 1Q24 o 4%, ale już odbicie o 1-4% w całym roku 2024. Ailleron wskazuje na możliwą poprawę względem bieżącej sytuacji za nie wcześniej niż kilka kwartałów, co implikuje, że zeszłoroczny wynik (bez efektu Pekao) może być dobrym punktem odniesienia na bieżący rok i dopiero w 2025 nastąpi bardziej zauważalna poprawa. **Dominik Niszcz**

## 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](mailto:repcja@trigon.pl)



**NAGRODY  
PSIK  
2023**

### CEE EQUITY RESEARCH

**Grzegorz Kujawski**, Head of Research  
*Consumer, E-commerce, Financials*

**Maciej Marcinowski**, Deputy Head of Research  
*Strategy, Banks, Financials*

**Grzegorz Balcerski**  
*Gaming*

**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*

**Volodymyr Shkuropat**  
*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 0000033118. 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 całości lub części niniejszego opracowania wymaga uprzedniej pisemnej zgody Trigon Domu Maklerskiego S.A.